



Philippe DESBRIÈRES et Evelyne POINCELOT

Gestion de trésorerie

2^e édition

— éditions —
ems
MANAGEMENT
& SOCIÉTÉ

Les Essentiels de la Gestion 

Collection dirigée par
G. CHARREAUX / P. JOFFRE / G. KOENIG

Gestion de trésorerie

2^e édition

Philippe Desbrières et
Evelyne Poincelot

— éditions —
ems
MANAGEMENT
& SOCIÉTÉ

17 rue des Métiers
14123 Cormelles-le-Royal

Les Essentiels de la Gestion

© Editions EMS, 2015
Tous droits réservés
www.editions-ems.fr

ISBN : 978-2-84769-680-6
(versions numériques)

Sommaire

Introduction	7
Chapitre 1. La trésorerie et sa gestion.....	9
1. Définitions et conceptions de la trésorerie	9
2. Les enjeux de la gestion de trésorerie	13
Chapitre 2. L'environnement financier du trésorier et le contrôle des opérations bancaires	25
1. Les conditions bancaires sur les opérations de crédit et de débit.....	25
2. Les taux d'intérêt.....	29
3. Les commissions	37
4. Le contrôle des opérations bancaires	41
Chapitre 3. La trésorerie en valeur : prévision et positionnement des flux financiers	45
1. La prévision des flux financiers	46
2. La réalisation d'une fiche en valeur	55

Chapitre 4. Les décisions et les arbitrages de placement et de financement	71
1. Les décisions de placement et de financement.....	73
2. La présentation des décisions d'arbitrage	104
Chapitre 5. La gestion des risques financiers.....	115
1. La gestion du risque de change	115
2. La gestion du risque de taux d'intérêt	146
3. La gestion des risques de liquidité et de signature.....	161
4. Les normes et la gestion des risques financiers	162
Chapitre 6. La gestion de trésorerie dans les groupes.....	167
1. Les avantages d'une gestion de trésorerie de groupe	169
2. Mise en œuvre de la gestion de trésorerie de groupe.....	175
3. Contraintes juridiques et fiscales d'une trésorerie de groupe	195
Lexique des principales abréviations	215
Bibliographie	217
Index thématique	219
Table des matières	223

Introduction

La gestion de trésorerie compte parmi les fonctions financières qui ont subi le plus d'évolutions durant les trois dernières décennies. Des transformations majeures de l'environnement du trésorier ont eu lieu, de l'apparition de logiciels professionnels et de la connexion bancaire jusqu'à l'éclosion des marchés et l'apparition d'instruments particulièrement complexes destinés à la couverture des risques de change et de taux d'intérêt. Ces évolutions concernent tout autant les grands groupes industriels et commerciaux que les petites et moyennes entreprises indépendantes.

L'objet de cet ouvrage est de présenter au lecteur, pas nécessairement familiarisé avec les techniques financières, l'étendue des rôles dévolus aux trésoriers, d'actualiser ses connaissances, par exemple sur les conditions bancaires, sur les instruments de couverture des risques ou plus globalement sur la façon de réaliser ses différentes missions.

La première difficulté rencontrée tient à la définition même de ce qu'il est convenu d'appeler « la trésorerie », compte tenu de sa dimension multiforme (elle peut être appréhendée à partir de l'équilibre financier de la firme ou comme étant le solde des multiples flux de liquidité qui la composent), de ses enjeux et de son rôle (gestion des liquidités, réduction des frais financiers, maîtrise des risques...) aux contours imprécis. L'objet du premier chapitre de cet ouvrage est d'apporter quelques éclairages à ce sujet, sur lesquels les développements ultérieurs prennent appui.

La gestion de trésorerie est éminemment technique. Il est donc nécessaire de présenter, dans un deuxième chapitre, l'environnement financier du trésorier, qu'il s'agisse des jours de valeur sur les opérations de débit et

de crédit, des taux d'intérêt et des commissions pratiqués par les banques ou en vigueur sur les marchés monétaire et obligataire. La négociation de ces différents éléments et le contrôle de leur bonne application lors des opérations bancaires font l'objet d'une attention particulière.

Le rôle majeur du trésorier est la gestion des liquidités. Il doit veiller à ce que l'entreprise dispose d'une encaisse suffisante pour faire face, au moindre coût, aux paiements prévus. Derrière cette définition lapidaire, se dessine, en fait, l'accomplissement de deux tâches essentielles. La première consiste à réaliser des prévisions des différents flux qui soient fiables, quel que soit l'horizon temporel retenu. Pour ce faire, plusieurs documents (plan financier, budget de trésorerie, prévisions mensualisées...) sont autant d'outils précieux sans négliger la réalisation indispensable d'une fiche en valeur. Ils seront étudiés dans le troisième chapitre.

La seconde tâche essentielle du trésorier consiste, une fois les soldes de trésorerie prévisionnels connus, à adapter au mieux les décisions de placement et de financement. L'objet du quatrième chapitre est d'aider à les sélectionner de façon optimale en s'appuyant sur une présentation synoptique et illustrée des différentes possibilités de placement et de financement, et des arbitrages qui s'offrent au trésorier.

Un autre rôle du trésorier, dont l'importance s'est accrue au cours des deux dernières décennies, est la maîtrise des risques (de change, de taux d'intérêt, de liquidité et de signature). Dans le cinquième chapitre, les différentes techniques de couverture, traditionnelles ou utilisant les instruments accessibles sur les marchés à terme ou d'options, sont illustrées au travers de nombreux exemples.

Enfin, on peut se demander si la fonction trésorerie est conditionnée, et dans quelle mesure, par les choix organisationnels de l'entreprise. Notamment, à l'intérieur des groupes, les possibilités de gains ou les sources d'économies de frais financiers dépendent-elles également du niveau de décentralisation de la gestion des flux de liquidités ? Quels sont les avantages et inconvénients de cette centralisation, sachant que pèsent sur elle de multiples contraintes techniques, juridiques et fiscales ? Le sixième et dernier chapitre vise à fournir les éléments permettant de répondre à ces questions.

Cette seconde version profondément remaniée intègre les évolutions récentes de la fonction ainsi que les aspects juridiques préoccupant les trésoriers depuis quelques années (environnement SEPA, évolution des moyens de règlements, incidence des normes IFRS, mise en place des ERP, arrêts de la Cour de cassation concernant les conditions de valeur...).

L'ouvrage se termine par une liste des principales abréviations utilisées ainsi que par un glossaire explicitant les termes présentés.

La conception de la trésorerie des organisations (entreprises industrielles et commerciales, associations...) est traditionnellement multiforme. On peut en effet l'appréhender à partir de la notion d'équilibre financier ou comme étant la résultante de multiples flux de liquidités encaissés et décaissés. Il en va de même concernant la finalité et les modalités opérationnelles de sa gestion. Après une présentation des différentes dimensions de la trésorerie, nous nous intéresserons à ses enjeux, notamment en matière de réduction des frais financiers et de maîtrise des risques. La place et le rôle de la fonction trésorerie dans l'organisation seront ensuite étudiés.

1. Définitions et conceptions de la trésorerie

La trésorerie d'une organisation est souvent définie à partir du patrimoine de celle-ci (ensemble de ses emplois et de ses ressources). On peut opposer à cette conception permettant de mesurer un stock de liquidités, une approche davantage centrée sur les flux, qui permet d'obtenir une mesure de la trésorerie à partir d'un processus dynamique d'encaissements et de décaissements de liquidités.

1.1. Équilibre financier et trésorerie

L'équilibre financier d'une société peut être appréhendé dans un premier temps à partir de son bilan. Celui-ci répertorie à l'actif ses différents investissements ou emplois et, au passif, les ressources mobilisées pour les financer. Dans ce contexte, la trésorerie est la différence algébrique entre le fonds de roulement (FR) et le besoin en fonds de roulement (BFR) de l'entreprise.

1.1.1. Le besoin en fonds de roulement

Le BFR provient fondamentalement des **décalages** dans le cycle achat-production-vente, c'est-à-dire le **cycle d'exploitation**, qui sont alimentés par diverses contraintes d'ordre commercial et technique supportées par l'entreprise. Par exemple, il est souvent nécessaire, dans l'industrie, d'avoir à supporter un certain niveau de **stock** de matières premières et de produits finis afin de ne pas provoquer de rupture dans les processus de production et de commercialisation. Il est aussi courant de voir les firmes s'aligner sur les usages sectoriels en matière de **crédit client**. Il s'agit là d'emplois, d'actifs d'exploitation, dont le financement est coûteux. Parallèlement, le cycle d'exploitation peut générer des ressources comme le **crédit fournisseur**. Au total, le BFR peut être défini comme dans l'encadré 1.1.

ENCADRÉ 1.1

Définition du besoin en fonds de roulement

$$\text{BFR} = \text{Stocks}^{**} + \text{Créances clients}^{**} - \text{Dettes fournisseurs}^{***}$$

* Ensemble des stocks détenus par l'entreprise, des matières premières et marchandises aux produits finis.

** Clients + comptes rattachés (Effets à recevoir + Effets escomptés non échus - Avances clients + Charges constatées d'avance + Acomptes versés...).

*** Fournisseurs + comptes rattachés (Effets à payer - Avances fournisseurs + Produits constatés d'avance + Acomptes reçus...).

Ce besoin en fonds de roulement est **fonction du niveau d'activité** de l'entreprise. En effet, tout accroissement (toute réduction) du volume d'activité et/ou des prix entraîne une augmentation (diminution) plus ou moins proportionnelle¹ du BFR. De plus, peut venir se greffer sur ce dernier, que l'on qualifie alors de BFR d'exploitation, un besoin de financement provenant d'éléments du bas de bilan, disparates et non liés au cycle d'exploitation. On y trouve notamment les acomptes versés et le montant dû au titre de l'impôt sur les sociétés ainsi que les sommes dues aux fournisseurs d'immobilisations et aux actionnaires².

Au total, en dehors de certaines entreprises appartenant à des secteurs d'activité bien précis (bâtiment et travaux publics, distribution, presse par abonnement...), le BFR est **positif**. Il représente alors un besoin de finan-

1. L'évolution du BFR au cours du temps combine en fait une tendance à la hausse de l'activité de l'entreprise et des mouvements saisonniers.

2. On a ainsi BFR hors exploitation = acompte IS - fournisseurs d'immobilisations - IS à payer - dividendes.

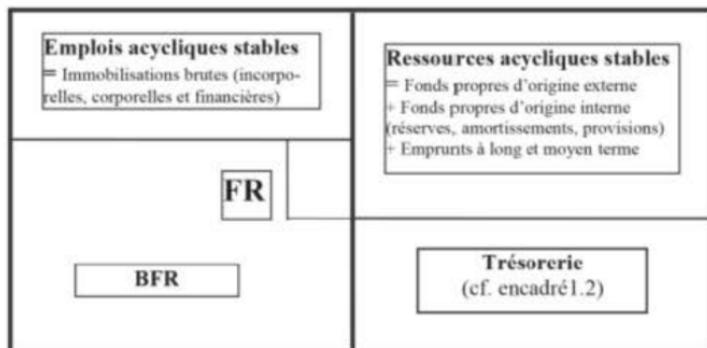
cement provenant essentiellement du cycle d'exploitation et doit être **couvert par des ressources stables**, le fonds de roulement (FR), pour que l'équilibre financier de la firme soit assuré. Pour cette raison, ce besoin de financement est appelé besoin en fonds de roulement.

1.1.2. Le fonds de roulement (FR)

Selon la conception fonctionnelle du bilan³ et comme le montre la figure 1.1, le FR est défini comme étant la différence entre les ressources et les emplois acycliques stables de l'entreprise, c'est-à-dire entre les ressources et les emplois relevant de ses cycles de financement et d'investissement (le terme cyclique étant réservé aux emplois et ressources résultant du cycle d'exploitation).

FIGURE 1.1

Le fonds de roulement à partir du bilan fonctionnel horizontal



1.1.3. La trésorerie

Selon la conception privilégiée dans ce premier paragraphe, la trésorerie apparaît, à un instant t donné, comme une résultante de l'équilibre financier de l'entreprise. La première relation présentée dans l'encadré 1.2, qui explique la trésorerie de l'entreprise à partir de ses déterminants structurels, est vérifiée à tout moment.

3. « Dans la conception fonctionnelle, le bilan représente l'ensemble des stocks d'emplois (utilisation des capitaux investis) et des stocks de ressources (origine des capitaux investis). Cette conception s'appuie sur une analyse de l'activité fondée sur les différents cycles d'opération et a pour objet final de faciliter la compréhension du fonctionnement de l'entreprise ». Elle s'oppose à la conception patrimoniale du bilan, qui vise à mesurer la valeur du patrimoine des actionnaires (cf. G. Charreaux, *Finance d'entreprise*, Cormelles-le-Royal, EMS, 3^e édition, 2014, p. 54 et s.).

Le fonds de roulement représente alors le montant des capitaux stables mobilisés par la firme (en excès du financement des investissements en actifs immobilisés) pour couvrir le besoin de financement provenant du cycle d'exploitation (BFR). La trésorerie est **positive** si ces ressources (le FR) excèdent le besoin à financer (le BFR). Elle est **négative** dans le cas contraire ($BFR > FR$), c'est-à-dire que l'entreprise a dû couvrir l'insuffisance de ressources stables pour financer le BFR par des crédits de trésorerie (découvert, escompte...).

ENCADRÉ 1.2**Mesure de la trésorerie à un instant t donné**

La trésorerie, résultante de l'équilibre financier de l'entreprise :

$$\text{Trésorerie}_t = \text{FR}_t - \text{BFR}_t$$

La trésorerie constatée dans le bilan :

$$\text{Trésorerie Nette}_t = \text{Encaisse}_t - \text{Concours Bancaires Courants}_t$$

Le niveau de trésorerie obtenu à partir de cette différence algébrique est évidemment confirmé par le solde de trésorerie lisible directement dans le **bilan** de l'entreprise, à partir des postes comptables qui n'ont pas été pris en compte dans le calcul du FR et du BFR. Figurent en effet à l'actif les postes représentant l'encaisse, c'est-à-dire, les **liquidités disponibles** (soldes bancaires créditeurs et caisse) ou **placées** dans des OPCVM⁴ monétaires ou obligataires (valeurs mobilières de placement). On trouve au passif du bilan l'ensemble des **concours bancaires** à court terme, c'est-à-dire les ressources de trésorerie éventuellement mobilisées par la firme pour combler son insuffisante liquidité (découvert, crédits bancaires...) auxquelles il faut rajouter les **effets escomptés** non échus (EENE) qui correspondent à un financement bancaire à court terme gagé par des effets de commerce. La mesure algébrique du solde de trésorerie ou trésorerie nette est précisée dans l'encadré 1.2.

Quelle qu'en soit la mesure, la trésorerie de l'entreprise et ses composantes explicatives sont des **indicateurs** par essence **statiques**. Il s'agit en effet de la mesure instantanée de grandeurs financières qui peuvent connaître d'importantes variations dans le temps. Aussi la nature fluctuante de la trésorerie et de ses déterminants fondamentaux rend-elle difficile leur utilisation par le trésorier désirent réaliser des prévisions pour les périodes futures.

4. Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

Par ailleurs, les développements présentés jusqu'ici, fondés sur une approche comptable, ne rendent compte que de la **trésorerie courante**. Ces définitions et mesures de la trésorerie, nécessairement limitées, peuvent être utilement complétées par la notion de **trésorerie potentielle** qui intègre la capacité théorique d'endettement non utilisée, la contrepartie des engagements pris sur les marchés à terme (cf. chapitre 5) ainsi que l'incidence de certaines décisions comme le règlement comptant de fournisseurs en contrepartie d'un escompte.

1.2. La trésorerie en tant que solde de flux

Cette approche permet d'expliquer les variations passées de la trésorerie ou d'appréhender son évolution future à partir des flux qui affectent directement l'encaisse : les **flux d'encaissement et de décaissement**. On observe alors la première relation présentée dans l'encadré 1.3. Tous les flux sont pris en compte : flux d'exploitation (achats de matières, salaires, charges sociales...) ; flux financiers (annuités ou mensualités de remboursement d'emprunt, nouveaux emprunts...) ; flux exceptionnels (investissements, cessions d'actifs...).

La variation de la trésorerie peut aussi être mise en évidence à partir de la mesure du flux de liquidités généré par l'exploitation courante de l'entreprise, appelé **Excédent de trésorerie d'exploitation** (ETE), duquel on retire les dépenses ou recettes hors exploitation, liées aux opérations d'investissement ou d'endettement (cf. la deuxième relation de l'encadré 1.3).

Ces deux approches s'opposent sur un point essentiel. Dans une approche *a posteriori*, la première permet de découper librement la période d'analyse de l'évolution de la trésorerie alors que la seconde est généralement contrainte par le rythme annuel de production des documents de synthèse comptables. Aussi, pour de nombreuses entreprises, cette première méthode apparaît-elle plus simple et plus opérationnelle, et est souvent retenue dans la mise en place du plan de trésorerie (cf. chapitre 3, 1.).

2. Les enjeux de la gestion de trésorerie

Les trésoriers et les responsables de la fonction financière sont très soucieux de **réduire** – ou de ne pas faire croître – les **frais financiers** qui leur sont facturés du fait de l'octroi de concours bancaires⁵. C'est cet enjeu majeur de la gestion de trésorerie qui sera traité dans le premier paragraphe

5. Nous supposons ici que le niveau de FR, provenant fondamentalement des décisions stratégiques (et acycliques) d'investissement et de financement, s'impose au trésorier qui n'a donc pas la possibilité de réaliser des arbitrages entre frais financiers à court et à long terme.

ENCADRÉ 1.3**La variation de la trésorerie**

Mesure à partir du **solde des encaissements et décaissements** :

$$\begin{aligned} \text{Trésorerie finale} &= \text{Trésorerie initiale} \\ &+ \text{encaissements de la période} \\ &- \text{décaissements de la période} \end{aligned}$$

La variation de la trésorerie, **à partir de l'ETE** :

$$\begin{aligned} \text{Trésorerie finale} &= \text{EBE}^* - \text{Variation du BFR} = \text{ETE} \\ &- \text{Investissements} \\ &+ \text{Cessions d'actifs} \\ &+ \text{Nouveaux emprunts} \\ &- \text{Remboursement d'emprunt} \\ &+ \text{Produits financiers} \\ &- \text{Charges financières} \\ &- \text{Impôts} \\ &+ \text{Apports des actionnaires} \\ &+ \text{Trésorerie initiale} \end{aligned}$$

* Excédent brut d'exploitation = Production – Achats consommés & Charges externes – Frais de personnel – Impôts & Taxes + Subventions d'exploitation.

de cette section. Sera ensuite présentée l'utilité de la gestion de la trésorerie en matière de maîtrise des risques de contrepartie, de liquidité, de change, et de taux d'intérêt supportés par la firme. Cette section traitera enfin du rôle et de la place de la fonction trésorerie, comme du trésorier, dans les organisations.

2.1. L'optimisation du niveau d'encaisse et la réduction des frais financiers

L'idéal en gestion de trésorerie, si l'on fait abstraction de l'incertitude, est d'atteindre une **trésorerie** zéro afin de ne supporter ni soldes créditeurs peu « productifs », ni soldes débiteurs coûteux. Le trésorier cherchera donc à optimiser le niveau d'encaisse du compte bancaire en réalisant un **arbitrage** entre le coût de la trésorerie pléthorique et le coût de financement d'une insuffisance de liquidités.

La complexité de la gestion de trésorerie et le risque d'accroissement des frais financiers augmentent avec le nombre de comptes bancaires de la firme.

Dans sa quête d'efficacité, le trésorier devra éviter trois erreurs fondamentales : l'erreur d'équilibrage ; l'erreur de surmobilisation et l'erreur de sous-mobilisation.

2.1.1. Arbitrage entre coût de détention d'encaisse et frais financiers

Un **compte** bancaire **créditeur** fait supporter à l'entreprise un **coût d'opportunité**. En effet, les liquidités disponibles résultent de son équilibre financier et donc indirectement de la surmobilisation de financements coûteux (la trésorerie est positive car le FR excède le BFR), sans pour autant être affectées à des emplois productifs. En l'absence de financement spécifique, on peut facilement admettre que ce coût d'opportunité est le coût moyen pondéré des ressources financières de la firme (ou coût du capital⁶). Ce coût ne peut qu'être réduit – et non supprimé – par un placement de la trésorerie en OPCVM non risquées (les liquidités constituant théoriquement un actif sans risque).

Lorsque l'entreprise se trouve en **trésorerie** nette **négative**, le **coût de financement** de cette insuffisance de liquidités (découvert, escompte...) est un coût **réel**.

Pour le compte bancaire considéré, le trésorier va arbitrer entre le coût de détention d'une encaisse positive et le coût d'obtention des liquidités nécessaires au financement du déséquilibre financier. Le résultat de cet **arbitrage** est fondamentalement **fonction** du **coût des ressources financières** mobilisées par la firme, c'est-à-dire des taux d'intérêt en vigueur sur les marchés et de la prime de risque spécifique exigée par les apporteurs de ressources (actionnaires et prêteurs) compte tenu de ses caractéristiques économiques et financières (cf. encadré 1.4). En général, cet arbitrage conduit les trésoriers à déterminer un **niveau cible d'encaisse légèrement négatif**.

Toutefois, comme le montre le prochain paragraphe, l'arbitrage entre coût d'opportunité sur encaisse et frais financiers devient singulièrement plus complexe lorsque, comme dans la plupart des cas, l'entreprise possède plusieurs comptes bancaires.

2.1.2. Minimisation des erreurs d'équilibrage et de mobilisation

L'existence de **plusieurs comptes bancaires** peut être à l'origine de trois erreurs fondamentales, particulièrement coûteuses, que le trésorier cherchera à annuler pour réduire les frais financiers supportés par l'entreprise⁷.

6. Le lecteur désirant parfaire ses connaissances de base en gestion financière se reportera utilement à G. Charreaux, *op.cit.*

7. Dans la première édition de son ouvrage publié en 1989, J.-P. Roumilhac a été le premier à formaliser ces trois sources d'erreur.

ENCADRÉ 1.4**Recherche du niveau optimal d'encaisse**

Prenons l'exemple d'une entreprise dont les actifs économiques sont financés à hauteur de 40 % par fonds propres (taux de rentabilité espéré par les actionnaires égal à 20 %) et de 60 % par dette (coût après impôt égal à 6 %). Le coût moyen pondéré des ressources financières mobilisées – ou coût du capital – est donc de 11,6 % ($0,4 \times 20 \% + 0,6 \times 6 \%$).

Si cette entreprise décide de se doter d'une trésorerie de précaution, elle supportera un coût de financement de 11,6 % qu'elle peut réduire en plaçant cette somme sur le marché monétaire pour obtenir une rentabilité après impôt de 1,6 %. La détention de cette encaisse lui fait donc supporter un coût net de 10 % par an.

Dans cet exemple précis, l'entreprise aura intérêt à **ne pas chercher à détenir de trésorerie pléthorique tant que le coût après impôt* du crédit de trésorerie négocié avec la banque sera inférieur à 10 %** (ce qui représente ici un taux d'intérêt de plus de 16,6 % si l'on retient pour simplifier un taux d'impôt sur les sociétés de 40 %). Ce taux est fonction du niveau de l'insuffisance de trésorerie et du risque de la firme perçu par le banquier. Sauf pour les firmes les plus risquées, cet arbitrage conduit généralement les trésoriers à « viser » un niveau de trésorerie légèrement négatif.

* Le coût après impôt d'un financement par dette est égal à $i(1-\tau)$, i et τ étant respectivement le taux d'intérêt et le taux de l'impôt sur les sociétés.

1) L'erreur d'équilibrage

La première est l'erreur d'équilibrage, qui provient de l'**existence simultanée de soldes créditeurs en valeur sur certains comptes bancaires et de soldes débiteurs sur d'autres**. Cette erreur est très coûteuse puisque les premiers sont en principe peu rémunérés alors que les seconds font supporter des intérêts débiteurs plus importants.

Le coût de l'erreur d'équilibrage peut être calculé par référence à la situation qui aurait été observée sur un compte bancaire unique (cf. encadré 1.5). On parle alors de **banque cumul**, ou de banque fictive, dont le solde est égal au solde net de tous les comptes de la firme⁸.

L'erreur d'équilibrage est la **première source de gain du trésorier**. Une erreur portant sur 1 million d'euros (provenant par exemple d'un solde bancaire moyen de + 4 millions dans une banque et de - 5 millions dans une autre banque) coûte, si les intérêts débiteurs sont facturés à 10,5 %, 105 000 euros par an, soit environ 288 euros par jour (en négligeant les intérêts créditeurs sur le compte courant). À ces montants s'ajoute l'incidence de cette erreur sur la commission de plus fort découvert⁹.

8. Tous les soldes se compensent sans jours de valeur (cf. chapitre 2, 1).

9. Commission calculée sur la base du plus fort découvert du mois, dont le taux est généralement égal à 1 / 2 000 (soit 0,05 %). Cf. chapitre 2, 3.1.

Notons que lorsqu'une entreprise a plusieurs comptes dans une seule banque, le trésorier peut demander la **fusion des échelles d'intérêts**¹⁰ trimestrielles afin de compenser les soldes de ces différents comptes et d'annuler le risque d'équilibrage. Évidemment, le problème ne sera que partiellement traité si l'entreprise est cliente dans plusieurs établissements bancaires. Notons que, selon le magazine *Challenges* (nov. 2013), 72 % des entreprises ayant un chiffre d'affaires inférieur à 2,5 millions d'euros n'ont qu'une seule banque.

ENCADRÉ 1.5**Coût de l'erreur d'équilibrage**

$$\frac{(\sum_j N_{c_j} \cdot N_c) (T_d - T_c)}{36\,000} + \sum_j \text{CPFD}_j - \text{CPFD}^c$$

avec :

N_j = nombres créditeurs* de la banque j ;

N_c = nombre crédeur de la banque cumul ;

T_d = taux du découvert** en % ;

T_c = taux de rémunération des soldes créditeurs ;

CPFD_j = commission de plus fort découvert de la banque j ;

CPFD^c = CPFD de la banque cumul.

* Un nombre crédeur est le produit : solde crédeur x nombre de jours pendant lesquels ce solde reste inchangé.

** L'erreur d'équilibrage est valorisée en considérant le différentiel entre le taux du découvert et le taux de rémunération des soldes créditeurs car elle provient de l'existence simultanée de découverts et de soldes créditeurs inutilisés.

10. L'échelle d'intérêt d'un compte bancaire est la balance des mouvements en capitaux et des soldes créditeurs et débiteurs classés par dates de valeur au jour le jour. Il s'agit d'un document essentiel car les soldes en valeur permettent de reconstituer le calcul des intérêts et des commissions afin de les contrôler (cf. chapitre 2, 4.).

2) L'erreur de surmobilisation

Cette deuxième erreur résulte de l'existence de **soldes créditeurs à vue** peu rémunérés sur les comptes bancaires de l'entreprise. Elle traduit soit un recours inutile aux crédits (escompte, crédit de trésorerie...), soit un défaut de placement.

L'erreur de surmobilisation est déterminée en valorisant les soldes créditeurs par le différentiel entre le taux moyen de financement ou le taux de placement selon que la firme se trouve en situation emprunteuse ou prêteuse et le taux de rémunération appliqué au compte courant (cf. encadré 1.6). Il s'agit d'un **coût d'opportunité** puisque les sommes en question ne sont pas incorporées dans le cycle d'exploitation ou dans le cycle d'investissement, et que l'entreprise renonce ainsi à la rentabilité qu'elles auraient pu produire¹¹. Si elle n'est pas corrigée, cette erreur de surmobilisation et le coût qu'elle entraîne affecteront d'autant plus lourdement la rentabilité des placements effectués par ailleurs, que les nombres créditeurs sur la durée de placement sont élevés¹².

L'erreur de surmobilisation survient généralement lorsque l'entreprise, prévoyant une insuffisance de trésorerie sur une certaine période (par exemple, 15 millions sur un mois) mobilise le financement nécessaire (par exemple en remettant à l'escompte des effets de commerce arrivant à l'échéance dans un mois) alors qu'un encaissement imprévu survient pendant ce laps de temps (produisant par exemple un solde créditeur de 10 millions d'euros pendant 16 jours). Si le taux d'escompte est de 10 % l'an, cette surmobilisation fait perdre à l'entreprise, dans notre exemple, 44 444 euros de frais financiers ($10\,000\,000 \times 10\% \times 16/360$), en supposant les intérêts créditeurs sur le compte courant comme étant négligeables.

3) L'erreur de sous-mobilisation

Enfin, la troisième source d'inefficience est l'erreur de sous-mobilisation, qui provient d'une **utilisation du découvert en lieu et place de crédits alternatifs moins coûteux**.

Cette erreur se calcule par la valorisation du différentiel entre le taux du découvert et le taux – inférieur – du financement concurrent, auquel s'ajoute la commission de plus fort découvert qui n'aurait pas été facturée en cas de financement du déséquilibre de trésorerie à l'aide d'un crédit bancaire (cf. encadré 1.7).

11. Par essence, ce coût d'opportunité n'a aucune traduction comptable.

12. En effet, cette rentabilité *a posteriori* sera calculée en rapportant les intérêts des placements effectués (Ip) aux nombres placés (Np) auxquels s'ajoutent les nombres créditeurs non placés (Nc) sur la durée de l'erreur.

ENCADRÉ 1.6**Coût de l'erreur de surmobilisation**

Le coût de cette erreur peut être représenté par le gain qui résulterait du placement (au taux T_p) ou du non-financement (au taux T_e) des nombres créditeurs observés (si l'on se place dans une optique d'audit) ou anticipés (dans une optique prévisionnelle) relativement au taux de rémunération sur le compte courant, T_c)

$$\text{Coût de la surmobilisation} = \frac{N_c \times (T_p - T_c)}{36\,000} \text{ ou } \frac{N_c \times (T_e - T_c)}{36\,000}$$

avec :

N_c = nombre créateur de la banque sur la période d'erreur ;

ENCADRÉ 1.7**Coût de l'erreur de sous-mobilisation**

$$\frac{N_d \times (T_d - T)}{36\,000} + \text{CPFD}$$

avec :

N_d = nombres débiteurs de la banque sur la période d'erreur ;

T_d = taux du découvert en % ;

T = taux du financement alternatif* en % ;

CPFD = commission de plus fort découvert sur la période.

* En cas de crédits multiples, il s'agit soit du taux moyen de financement, soit du taux du meilleur crédit (pour évaluer la perte maximale de frais financiers).

Dans la mesure où elle n'intervient que sur un différentiel de taux, l'erreur de sous-mobilisation est généralement **moins coûteuse que les autres erreurs**. L'économie possible de frais financiers, en valeur absolue, n'est toutefois pas forcément négligeable lorsque le solde débiteur moyen est élevé. Tel est le cas pour certaines grandes entreprises. Par exemple, si ce solde est de 100 millions d'euros sur un an, pour un écart de taux de 0,4 %, le coût brut de l'erreur de sous-mobilisation est égal à 400 000 euros. À ce montant s'ajoute la commission de plus fort découvert qui n'aurait pas été due en cas de recours à un financement alternatif.

Finalement, la gestion quotidienne des soldes de trésorerie vise à **minimiser** l'ampleur et le **coût des erreurs** d'équilibrage, de surmobilisation ou sous-mobilisation. L'approche présentée dans ce paragraphe, axée sur la caractérisation des erreurs pouvant être commises, permet, avant la mise

en place d'un système de gestion de trésorerie en dates de valeur (cf. chapitre 3), de **mesurer a priori** assez finement l'ampleur des **gains** ou des économies réalisables.

La décomposition de l'erreur pouvant être commise dans la gestion de trésorerie de la firme favorise aussi le **contrôle a posteriori** du trésorier. Cette approche permet en effet d'attribuer les écarts à chaque type d'erreur, d'orienter les actions correctrices et, finalement, de réduire les frais financiers.

2.2. Le rôle de la fonction trésorerie et sa place dans l'organisation

Il est important de situer les développements concernant l'optimisation du niveau d'encaisse et la réduction des frais financiers de la firme dans un cadre plus général précisant le rôle et la place de la fonction trésorerie, comme du trésorier, dans l'organisation.

2.2.1. Les missions du trésorier

Quelles que soient la taille et l'activité des entreprises dans lesquelles ils exercent leurs fonctions, les trésoriers sont fondamentalement chargés, premièrement, de la **gestion des liquidités** et, deuxièmement, de la **maîtrise des risques financiers**.

1) La gestion des liquidités

Dans le cadre de sa première mission, le trésorier doit constamment veiller au respect de deux contraintes essentielles. La première est la **contrainte de liquidité** qui, lorsqu'elle est satisfaite, garantit à la firme la possibilité d'honorer tous ses engagements immédiats (paiements des salaires, des factures émises par les fournisseurs, des mensualités d'emprunt...). Lorsque cette contrainte n'est pas respectée, le trésorier doit obtenir des liquidités en mobilisant des crédits de trésorerie, généralement auprès de ses banquiers. Selon l'ampleur et la nature du déséquilibre financier, ceux-ci exigeront une **prime de risque** substantielle qui renchérit les ressources financières mobilisées par l'entreprise. Au pire, c'est un partenaire d'exploitation ou un créancier financier qui, craignant la défaillance de la firme, engagera une procédure judiciaire à l'encontre de celle-ci afin de tenter de récupérer, le plus souvent dans le cadre d'une liquidation, tout ou partie des sommes dues.

De plus, le trésorier doit s'assurer que les engagements actuels et qui exerceront à terme une contrainte de liquidité, pourront être honorés lors de leur échéance contractuelle. La capacité qu'a l'entreprise de faire face à ces engagements en liquidant ses actifs détermine sa solvabilité. Une **contrainte de solvabilité** s'exerce donc, par exemple, lors de la souscription de nouveaux emprunts et lors d'achats de marchandises ou de ma-

tières prévoyant un paiement à une date ultérieure : les liquidités devront être suffisantes pour couvrir chacun des règlements futurs.

2) La maîtrise des risques

Chacune des décisions prises par le trésorier comporte des **risques financiers spécifiques** qu'il faut évidemment maîtriser. Il s'agit fondamentalement du **risque de signature** qui réside dans le non-respect des engagements de la contrepartie (**risque de contrepartie**) ou dans la défaillance de celle-ci (**risque de défaut**). Le principal risque de défaut est celui attaché aux clients. Une prévention interne fondée sur un suivi individualisé de la clientèle, ainsi que l'affacturage¹³, concourent à le réduire significativement.

Le **risque de liquidité** tient à l'impossibilité de céder ou d'acquérir un instrument financier sans subir des pénalités de délai ou de prix. Il est souvent limité à l'aide de clauses de remboursement anticipé dans les conventions de crédit.

À ceux-ci s'ajoutent le **risque de change** et le **risque de taux d'intérêt** que l'on couvre à l'aide d'opérations sur les marchés à terme et sur les marchés d'options, qu'ils soient organisés ou de gré à gré (*swaps, caps, floors, collars...*). Pour contrôler tout comportement spéculatif (actif ou passif) du trésorier et afin de le canaliser vers des instruments de couverture appropriés, il est important qu'un **mandat** prévienne la nature et le degré de ses interventions sur les marchés (dans le cadre de la gestion des risques financiers de l'organisation).

La **réduction** des risques est toutefois **coûteuse**, ce qui peut entrer en conflit avec l'un des rôles du trésorier consistant à minimiser les coûts financiers supportés par l'entreprise. Aussi, comme en matière d'optimisation du niveau d'encaisse (cf. 2.1.1.), le trésorier pourra être conduit à effectuer certains **arbitrages**. Par exemple, accepter un certain niveau de risque financier peut se justifier si le coût des couvertures est supérieur aux gains financiers espérés... Sous-traiter la gestion du risque de taux d'intérêt à des institutions financières spécialisées permet aux entreprises dont l'équipe de trésorerie est trop réduite d'accéder à un niveau d'expertise dont elles ne disposent pas, de réaliser des économies sur les coûts de gestion interne et sur le coût des couvertures et, enfin, de bénéficier d'une nouvelle source d'information utile en matière d'anticipations et de prévisions¹⁴. Ces aspects renvoient à la question importante de la **marge**

13. L'affacturage (ou *factoring*) est un transfert de créances commerciales de l'entreprise à un facteur (ou *factor*) qui assure tout ou partie des fonctions suivantes : gestion des comptes clients et recouvrement des créances ; couverture du risque d'insolvabilité ou de non-paiement des débiteurs préalablement agréés ; mobilisation des crédits consentis par l'entreprise à ses clients.

14. Cf. « Gestion du risque de taux : vers une externalisation ? », *Option Finance*, n°236, janvier 1995.

de manœuvre laissée au trésorier et de la définition de celle-ci par la direction générale de l'entreprise.

Au total, on peut spécifier davantage – et sans prétendre à l'exhaustivité – les **différentes tâches** devant être accomplies dans le cadre des activités de gestion des liquidités et de maîtrise des risques financiers, qui seront assumées par le trésorier, par le directeur financier ou par le directeur général de la firme selon le niveau de décentralisation retenu :

- définition d'une politique de relation bancaire ; négociation et contrôle des conditions bancaires ; négociation des conditions de financement et de placement (cf. chapitre 2) ;
- prévision des flux financiers ; action sur les flux permettant un décalage dans le temps des décaissements et encaissements en date de valeur (cf. chapitre 3) ;
- arbitrages et virements entre banques (cf. chapitre 4) ;
- choix des modes de financement ou des formes de placement sur les marchés bancaires et financiers (cf. chapitre 4) ;
- évaluation, définition d'une politique de couverture et gestion des risques de change et de taux d'intérêt (cf. chapitre 5) ;
- participation à la définition et à la mise en œuvre des aspects organisationnels de la gestion de trésorerie, particulièrement dans les groupes où elle est plus complexe : organisation de la fonction trésorerie et de son système d'information ; suivi et contrôle de la trésorerie des filiales ; *reporting* de trésorerie... (cf. chapitre 6).

2.2.2. La fonction trésorerie dans l'organisation

Il est peu aisé de traiter de l'importance de la fonction trésorerie dans les différentes entreprises tant celles-ci sont différentes, en taille et en complexité. Il est donc nécessaire de distinguer ici les grandes organisations des petites et moyennes entreprises. Ces dernières n'ont généralement pas de trésorier et ne sont pas toujours dotées d'un directeur financier. Toutefois, l'inexistence d'un service spécialisé ne signifie pas que la fonction trésorerie ne soit pas assurée en tant que telle par l'un des dirigeants (PDG, directeur général) ou des cadres supérieurs de l'entreprise (directeur administratif et financier...).

Par ailleurs, bien que les grandes sociétés, dont l'archétype est la firme internationale cotée en bourse, aient des activités, un cheminement et des structures très variés, on peut trouver quelques **tendances communes** concernant l'évolution passée de la fonction trésorerie et son **statut actuel**. On distingue en effet plusieurs phases.

Dans un premier temps et jusque dans les années soixante, les entreprises ont souvent considéré la gestion de trésorerie comme une activité marginale,

annexe de la comptabilité¹⁵. Puis, la fonction trésorerie a été créée en tant que telle, souvent sous la responsabilité hiérarchique du directeur financier, et ne constituait qu'un **centre de coûts**.

Ces entreprises l'ont ensuite souvent laissée se développer parfois de manière incontrôlée au cours des années quatre-vingt. Cette **dérive** fut provoquée par plusieurs phénomènes : le fort accroissement de la volatilité des taux ; la déréglementation et la globalisation des marchés ; la désintermédiation financière ; la sophistication des instruments financiers ; des taux réels monétaires supérieurs à la rentabilité des actifs industriels... D'un centre de coûts au service de la firme, la trésorerie a eu tendance à devenir un **centre de profit** à part entière. Il est vrai que cette évolution a permis à certains groupes industriels et commerciaux de se diversifier avec succès dans les métiers de la finance.

Depuis, les diverses crises boursières survenues depuis octobre 1987 ont conduit nombre d'organisations à développer progressivement l'**intégration des responsabilités** et le **respect des grands** équilibres financiers, privilégiant ainsi une **attitude préventive** (pas de positions spéculatives ni de couverture superflue ; pas d'intervention particulière) et la **qualité de service** (optimisation interne de la gestion de trésorerie).

Enfin, depuis quelques années, avec l'élargissement des différents moyens informatisés de gérer la trésorerie (de l'application autonome jusqu'à des solutions totalement intégrés au sein de progiciels de type **ERP ou Enterprise Resource Planning**), il est devenu essentiel de bien situer la fonction trésorerie au sein du **système d'informations** de l'entreprise. Par exemple, des solutions intégrées aux systèmes d'information de l'entreprise permettent de centraliser et de partager les informations avec d'autres logiciels (logiciel de comptabilité notamment, évitant la double saisie des flux, en trésorerie puis en comptabilité).

Cette évolution souligne le **rôle** devenu **de plus en plus opérationnel** de la fonction de trésorerie, plus particulièrement dans les activités bien définies comme la gestion des risques de change et de taux d'intérêt, l'ajustement de l'équilibre financier par le recours à des crédits de trésorerie... De plus, bien que la gestion de trésorerie ait la capacité à générer ses propres produits (revenus financiers, réduction des coûts financiers...), il est **difficile d'imaginer qu'elle devienne un centre de profit autonome** dans les entreprises industrielles et commerciales. En effet, un centre de profit est une unité organisationnelle cohérente dont le responsable a la possibilité de combiner au mieux coûts et recettes, c'est-à-dire qu'il peut contrôler les différents facteurs qui conditionnent son activité et sa performance. « Ce ne peut être le cas de l'activité traditionnelle de gestion de liquidité de l'entreprise que remplit la trésorerie. La structure des flux monétaires est la traduction de l'activité économique et financière de l'entreprise ; le trésorier ne peut que constater l'existence de ce

15. Cette vision est toujours caractéristique de certaines PME.

réseau de flux sur lequel il ne joue qu'à la marge en les décalant dans le temps ou en recourant à des flux additionnels »¹⁶. En revanche, ce pourrait être le cas de la gestion des risques de change et de taux d'intérêt dans la mesure où cette activité est dissociable de celle de la gestion des liquidités (ce qui implique que des moyens spécifiques y soient alloués), et sa performance, mesurable.

Évidemment, la situation actuelle n'est pas figée. Le rôle et la place dans l'organisation de la fonction trésorerie évolueront encore, vraisemblablement en termes d'**autonomie** et de développement de ses **dimensions stratégique et politique**.

Résumé

1) La trésorerie est une notion traditionnellement multiforme. Elle peut être considérée comme la résultante de l'équilibre financier de l'entreprise, traditionnellement défini, à un instant donné, à partir de la relation : Trésorerie = FR – BFR, ou plus directement à partir des postes comptables qui n'ont pas été pris en compte dans le calcul du FR et du BFR : Trésorerie = Encaisse – Concours bancaires courants.

La trésorerie peut aussi être définie comme étant la résultante des multiples flux d'encaissement et de décaissement provenant du cycle d'exploitation et d'opérations financières et exceptionnelles.

2) Un des enjeux essentiels de la gestion de trésorerie est la réduction des frais financiers supportés par l'entreprise du fait de l'octroi de concours bancaires. Pour ce faire, le trésorier à intérêt à se fixer un niveau cible d'encaisse proche de zéro, voire légèrement négatif. Il cherchera aussi à minimiser trois erreurs fondamentales : l'erreur d'équilibrage (existence simultanée de soldes créditeurs et de soldes débiteurs sur les comptes bancaires de l'entreprise) ; l'erreur de surmobilisation (existence de soldes créditeurs à vue non ou insuffisamment rémunérés) ; l'erreur de sous-mobilisation (utilisation du découvert en lieu et place de crédits alternatifs moins coûteux).

3) Les trésoriers sont fondamentalement chargés : premièrement, de la gestion des flux financiers (en respectant les contraintes de liquidité et de solvabilité) et, deuxièmement, de la maîtrise des risques financiers (risques de signature, de liquidité, de change et de taux d'intérêt). Pour éviter tout comportement spéculatif (actif ou passif) non désiré et afin de le canaliser vers des instruments de couverture appropriés, il est important qu'un mandat prévienne la nature et le degré des interventions du trésorier sur les marchés, dans le cadre de la gestion des risques financiers de l'entreprise.

4) Le rôle et la place de la fonction trésorerie dans les entreprises ont grandement évolué au cours de ces vingt dernières années. Son caractère opérationnel s'est fortement accru, de même que son niveau d'autonomie ainsi que ses dimensions stratégique et politique.

16. H. La Bruslerie (de) et C. Eliez, *Trésorerie d'entreprise, gestion des risques et des liquidités*, Paris, Dunod, coll. « Gestion-Finance », 3^e édition, 2012.

L'environnement financier du trésorier et le contrôle des opérations bancaires

La négociation des conditions bancaires, taux et commissions, et le contrôle des opérations bancaires constituent deux étapes importantes dans la rationalisation de la gestion de trésorerie. Ils permettent aux firmes de réduire leurs frais financiers et représentent une part importante de leurs relations contractuelles avec les banques.

Il est donc vital pour le trésorier de connaître parfaitement l'environnement financier présenté dans ce chapitre, notamment les dates de valeur appliquées aux opérations de crédit et de débit, les taux de référence des financements et placements, ainsi que les différentes commissions facturées aux entreprises. Le contrôle des opérations bancaires fait l'objet d'une attention particulière en fin de chapitre.

1. Les conditions bancaires sur les opérations de crédit et de débit

Les conditions bancaires sont très spécifiques, d'une part, aux différentes opérations effectuées et d'autre part, à la capacité de négociation de l'entreprise. Il est donc utile de distinguer les conditions relatives aux principales opérations de crédit (ou d'encaissement) de celles qui ont trait aux opérations de débit (ou de décaissement) les plus courantes. De plus, compte tenu du caractère fortement contingent de leur négociation, nous axerons notre présentation sur les conditions standards.

Préalablement à ces développements, il convient de définir les termes qui déterminent le plus couramment les conditions bancaires.

1.1. Quelques définitions

Les **dates de valeur** sont les dates de débit ou de crédit en compte. Pour chaque mode de règlement, ces dates sont déterminées à partir de la date d'opération en ajoutant ou en retranchant des jours calendaires ou ouvrés.

Les **jours calendaires** sont l'ensemble des jours du calendrier.

Les **jours ouvrés** sont ceux où la banque travaille effectivement pendant toute la journée. On ne tient donc pas compte des jours de fermeture hebdomadaire qui sont les samedis et dimanches ou les dimanches et lundis.

La **date d'opération** (ou date d'enregistrement comptable à la banque, c'est-à-dire à partir de laquelle la date de valeur est calculée) n'est celle de l'opération (date de remise d'un chèque par exemple) que si l'heure de caisse n'a pas été dépassée. **L'heure de caisse** est l'heure à partir de laquelle les remises ou instructions sont considérées comme ayant eu lieu le lendemain.

Par exemple, si l'heure de caisse est 16h, une remise de chèques sous condition bancaire standard (date d'opération plus 1 jour ouvré, cf. tableau 2.1) au guichet de la banque le lundi à 15h sera créditée sur le compte le mardi. Elle le sera le mercredi en cas de remise à 16h30. Dans le second cas, la date de remise (lundi) ne correspond pas à la date d'opération (mardi). Évidemment, il est plus avantageux que l'heure de caisse soit la plus tardive possible et le trésorier doit être particulièrement vigilant pour apporter les chèques avant l'heure de caisse la veille des week-ends.

Notons que depuis fin octobre 2008, le système CORE (COmpensation REtail) assure l'échange, la compensation et le règlement de tous les moyens de paiement scripturaux utilisés en France, c'est-à-dire les instruments nationaux, y compris les modes de règlement SEPA (cf. chapitre 4).

1.2. Les dates de valeur standards sur les principales opérations de débit et de crédit

Dans ce paragraphe, nous faisons un bref historique des différents arrêts rendus par la Cour de cassation à propos des dates de valeur, allant d'une certaine tolérance (en 1993) jusqu'à leur suppression quasi-complète (en 2011, excepté pour les chèques).

Les conditions standards de certains instruments de paiement ont été modifiées depuis l'arrêt Suren rendu par la Cour de cassation le 6 avril 1993, selon lequel « les opérations litigieuses, autres que les remises de chèques en vue de leur encaissement, n'impliquent pas que pour le calcul des inté-

rêts, les dates de crédit ou de débit soient différées ou avancées »¹. Comme il n'existe pas de délai technique pour disposer des fonds pour les dépôts et les retraits d'espèces et par chèques, les dates de valeur pour ces rubriques sont illégales.

Par ailleurs, selon l'arrêt du 27 juin 1995 de la Chambre commerciale de la Cour de cassation, les **virements** ne devraient également **pas** être affectés **de jours de valeur** puisque ce sont des opérations ne nécessitant pas de délais techniques. L'absence de cause se résume à une absence de délai de traitement. Ainsi, les jours de valeur sur les remises de chèques sont par exemple valides.

L'insécurité juridique issue des fluctuations de jurisprudence, l'absence de règles communes et les écarts constatés, étant de nature à fausser une saine concurrence entre les banques, le législateur européen a donc poursuivi un objectif d'harmonisation des pratiques. Ainsi, depuis novembre 2009, il était prévu désormais des mesures concernant :

- les encaissements et les débits sous forme de virements ;
- les versements d'espèces ;
- les encaissements d'un chèque.

Concernant les encaissements sous forme de virements

La date de valeur d'une somme portée au crédit du compte du bénéficiaire ne peut être **postérieure** à celle du jour ouvrable au cours duquel le montant de l'opération de paiement est crédité sur le compte du prestataire de services de paiement du bénéficiaire → jour ouvrable J pour l'entreprise et sa banque.

La date de valeur du débit inscrit au compte de paiement du payeur ne peut être **antérieure** au jour où le montant de l'opération de paiement est débité de ce compte → J pour l'entreprise et la banque qui sera débitée.

Concernant les versements d'espèces

Pour un professionnel (personne physique ou morale)

Lorsque le versement est effectué par une personne pour des besoins professionnels, le montant versé est mis à disposition et il le reçoit à une date de valeur au plus tard le jour ouvrable suivant celui de la réception des fonds (J).

1. La Cour de cassation a retenu l'article 1131 du Code civil aux termes duquel « l'obligation sans cause, ou une fausse cause, ou sur une cause illicite ne peut avoir aucun effet » et a indiqué que sont dépourvues de cause ou de contrepartie les dates de valeur qui ne sont pas « impliquées » par un délai technique indispensable pour disposer des fonds.

Concernant les encaissements des chèques

La date de valeur d'une opération de paiement par chèque libellée en euros ne peut différer de plus d'un jour ouvré de la date retenue pour sa comptabilisation sur un compte de dépôts (article L131-1-1 du Code monétaire et financier) → J+1 jour ouvré (maximum).

Enfin, dans son arrêt du 31 mai 2011, la Cour de cassation a répété que les banques doivent cesser d'attendre plusieurs jours avant de créditer ou de débiter le compte de leurs clients après une opération, avec une seule exception pour les chèques, puisqu'il faut attendre que la banque émettrice paye pour l'encaisser. Par conséquent, les dates de valeur concernant les remises de chèques restent licites.

À titre d'exemple, les dates de valeur applicables à la Caisse d'Épargne sont consignées dans les tableaux 2.1 et 2.2.

TABLEAU 2.1

**Les conditions standards sur les opérations domestiques au crédit
(exemples de dates de valeur pratiquées par la Caisse d'Épargne en 2014)**

OPÉRATIONS	VALEURS STANDARDS	REMARQUES DIVERSES
Dépôt d'espèces	J	
Remise de chèques euros	J+ 2 JO	
Virements reçus	J	
Remise d'effets à l'encaissement sur la France	E + 4 JC + 4 jours calendaires	Condition qui peut être applicable selon les banques si l'effet est remis à l'encaissement six jours au moins avant la date d'échéance.
Remise d'effets brûlants	Mini R + 10 JC +	Les effets sont « brûlants » lorsqu'ils sont remis à l'encaissement sans respecter le délai de 6 jours. Les effets à vue n'ont pas de date d'échéance spécifiée.
LCR (lettre de change relevé). L'initiative revient au créancier BOR (billet à ordre relevé). L'initiative revient au débiteur	E + 4 JC	Les LCR existent sous forme magnétique ou sous forme papier. Dans le cas des LCR « magnétique », le créancier remet à sa banque par un support magnétique ou par télétransmission toutes les informations utiles (RIB du débiteur, montant, échéance...). Il n'y a pas de circulation de traite et le banquier se trouve privé des recours cambiaux des lettres de change classiques, excepté en cas d'acceptation du tiré (reconnaissance de sa qualité de débiteur).
Remise d'effets à l'escompte sur la France	E + 1 JC	

E : date d'encaissement ; JC : jours calendaires ; J : date de comptabilisation sur le compte client ; R : date de remise.

TABLEAU 2.2**Les conditions standards sur les opérations domestiques au débit
(exemple de dates de valeur pratiquées par la Caisse d'Épargne en 2014)**

OPÉRATIONS	VALEURS STANDARDS
Retrait d'espèces	J
Virements émis	J
Chèques émis	J
Paievements des effets domiciliés	E - 1JC
Retour d'effets impayés	J

E : date d'encaissement ; JC : jours calendaires ; J : date de comptabilisation sur le compte client.

2. Les taux d'intérêt

De nombreux taux d'intérêt peuvent servir de référence aux opérations de placement et de financement. Le trésorier doit en connaître les spécificités afin d'optimiser sa négociation avec ses banquiers et ses décisions.

2.1. Les différents taux de référence

La référence utilisée pour l'octroi aux entreprises de crédits à court ou moyen terme a longtemps été le **taux de base bancaire** (TBB), qui exprime le loyer de l'argent affiché par l'ensemble de la profession bancaire. Le taux exact du financement est défini par la banque en ajoutant au TBB une prime (ou commission) de risque fonction des caractéristiques de l'entreprise, en fait essentiellement de son niveau de chiffre d'affaires. Pour les grandes et moyennes entreprises, la référence à ce taux conventionnel et rigide² est de plus en plus obsolète comme l'indique l'enquête, réalisée en 1992 par la CEGOS auprès de 2 000 entreprises, qui montre que, dans 81 % des cas, le coût des financements est indexé sur un taux du marché monétaire (92 % des cas pour les placements).

Il est donc aujourd'hui usuel de faire référence aux **taux de marché**, que l'on peut regrouper en trois catégories : (1) les taux directeurs sur le marché monétaire ; (2) les taux à référence monétaire ; (3) les taux à référence obligataire.

2. Le TBB représente en effet le coût fixe de collecte des dépôts par les banques et inclut des frais de structure.

2.1.1. Les taux directeurs sur le marché monétaire

Les intervenants sur le marché monétaire étant limités depuis 1986 aux institutions financières, il s'agit de taux résultant des transactions sur le marché interbancaire, celles-ci étant réalisées sans support (prêts en blanc) ou par le biais d'une prise en pension d'effets (prêts contre papier). Le tableau 2.3 répertorie ces différents taux.

L'ONIA (*Euro Overnight Interest Average*) : taux calculé par la Banque Centrale Européenne (BCE) et diffusé par la FBE (Fédération Bancaire de l'Union européenne). Il résulte de la moyenne pondérée de toutes les transactions au jour le jour de prêts non garantis réalisées par les banques retenues pour le calcul de l'EURIBOR (source : Banque de France).

L'EURIBOR (*Euro InterBank Offered Rate*) : taux interbancaire offert entre les banques de meilleures signatures pour la rémunération de dépôts dans la zone euro. Il est calculé en effectuant une moyenne quotidienne des taux prêteurs sur 13 échéances communiqués par un échantillon des établissements bancaires les plus actifs de la zone euro. Il est calculé sur la base de 360 jours et est diffusé à 11h le matin si au moins 50 % des établissements constituant l'échantillon ont effectivement fourni une contribution. La moyenne est effectuée après élimination des 15 % de cotation extrêmes (le nombre éliminé est toujours arrondi) et exprimée avec trois décimales (source : Banque de France). Compte tenu du fait qu'il constitue le sous-jacent du contrat à terme coté sur le LIFFE (filiale de NYSE-EURONEXT) permettant aux opérateurs de se couvrir contre le risque de taux d'intérêt à court terme, le taux EURIBOR à échéance 3 mois est l'une des références privilégiées par les intervenants sur le marché monétaire (cf. chapitre 5 pour un exemple d'utilisation de ce contrat).

De plus, depuis le 1^{er} janvier 1999, le SEBC (Système Européen des Banques Centrales) assume la responsabilité de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire unique de la zone euro. S'agissant des taux d'intérêt applicables aux facilités permanentes du SEBC, qui sont conçus pour délimiter le **corridor d'évolution des taux à court terme** du marché monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé qu'à partir de janvier 1999, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal (taux auquel les banques se refinancent) serait fixé à un niveau de 4,5 % et celui de la facilité de dépôt (taux de reprise des liquidités) à un niveau de 2 %. Depuis, ce corridor a évolué. Par exemple en novembre 2013, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal est de 0,75 % et celui de la facilité de dépôt de... 0 % (source : bulletin d'avril 2014 de la BCE.).

TABLEAU 2.3**Les taux directeurs sur le marché monétaire**

Taux	Détermination
EONIA	Taux Moyen Pondéré, résultant de toutes les opérations au jour le jour de prêts non garantis, réalisés par les banques retenues pour le calcul de l'EURIBOR.
EURIBOR	Moyenne arithmétique des taux déclaratifs, obtenue à partir d'un panel des établissements bancaires représentatifs de la zone euro.
Corridor de la BCE	Corridor d'évolution des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire de la zone euro, fixé par la Banque Centrale européenne.

2.1.2. Les taux d'intérêt à référence monétaire

Parmi ces nombreux taux, trois d'entre eux utilisent directement ou indirectement l'EONIA (cf. tableau 2.4). Il s'agit premièrement du **taux moyen mensuel du marché monétaire** (TMM ou T4M) qui est calculé et publié par l'Association Française des Banques (AFB) le premier jour ouvré de chaque mois. Le **taux annuel monétaire** (TAM) est le taux de rentabilité d'un placement mensuel à intérêts composés, renouvelé chaque fin de mois au TMM, sur les 12 derniers mois écoulés. Il est calculé par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et diffusé en début de mois par l'ensemble des courtiers sur le marché monétaire. Enfin, le **taux annuel glissant** (TAG), qui comme le TAM se réfère au TMM mais dont le calcul diffère, est peu utilisé par les trésoriers d'entreprise.

Deux autres indices sont fonction du taux de rendement des bons du Trésor. Il s'agit du **taux hebdomadaire des bons du Trésor à 13 semaines** (THB), calculé par la CDC lors des adjudications hebdomadaires de ces bons et publié chaque mercredi, et du **taux moyen mensuel des bons du Trésor** (TMB), publié par la CDC en même temps que le dernier THB du mois.

TABLEAU 2.4**Les taux d'intérêt à référence monétaire**

Taux	Détermination
TMM ou T4M	Moyenne arithmétique de l'EONIA de chacun des jours du mois calendaire.
TAM (d'un mois m)	Moyenne géométrique des TMM des 12 derniers mois i : $TAM(m) = \left[\prod_{i=m-11}^{i=m} \left(1 + \frac{TMM(i) \times nbj(i)}{36\,000} \right) - 1 \right] \times 100$ où $nj(i)$ = nombre de jours exact du mois i .
TAG	Moyenne arithmétique des TMM au jour le jour, des 12 mois précédents.
THB	Taux de rendement actuariel pondéré correspondant aux soumissions servies lors des adjudications hebdomadaires des bons du trésor.
TMB	Moyenne arithmétique des 4 ou 5 THB du mois.

2.1.3. Taux d'intérêt à référence obligatoire

Les entreprises désirant prêter et emprunter à plus long terme peuvent souhaiter se référer aux taux en vigueur sur le marché obligataire. Bien qu'ils ne constituent pas en tant que tels des références usuelles pour les placements et financements de trésorerie, ces taux font néanmoins partie de l'environnement financier du trésorier. La définition et la mesure de ces taux de référence sont très semblables, comme l'indique le tableau 2.5.

On trouve le **taux hebdomadaire des émissions obligataires à taux fixe** (THO), qui prend en considération les taux bruts des émissions effectuées pendant une semaine, et donne lieu au calcul du **taux moyen des émissions obligataires à taux fixe** (TMO). Ces deux taux sont publiés par la CDC.

Deux autres taux sont calculés, directement ou indirectement, à partir des prix de marché d'un échantillon d'obligations à taux fixe émises par l'État. Il s'agit du **taux hebdomadaire des emprunts d'État à long terme** (THE) et du **taux moyen des emprunts d'État à long terme** (TME).

Ces références obligataires sont souvent critiquées, notamment du fait de l'instabilité de l'échantillon de référence. Comme exemple de taux, citons également le **taux de l'échéance constante à 10 ans** (TEC 10), fondé sur le rendement d'une obligation (OAT) fictive dont les caractéristiques sont maintenues constantes (notamment échéance égale à 10 ans). Ce taux est publié vers 12 heures par le ministère de l'Économie et des Finances.

TABLEAU 2.5

Les taux d'intérêt à référence obligataire

Taux	Détermination
THO	Moyenne du taux actuariel r valeur règlement des n émissions k de la semaine s , pondérée par leur volume (valeur nominale V) : $THO(s) = \frac{\sum_{k=1}^n r_{k,s} \cdot V_k}{\sum_{k=1}^n V_k}$
TMO	Moyenne des THO du mois, pondérée par les volumes des émissions publiques de chaque semaine.
THE	Moyenne des taux de rendement actuariels d'un échantillon d'emprunts d'État à long terme négociés sur le marché secondaire obligataire.
TME	Moyenne arithmétique des THE du mois.
TEC 10	Taux calculé quotidiennement par interpolation linéaire à partir des cotations des Spécialistes en valeurs du Trésor prises à 10 heures.

2.2. Quelques précisions techniques

Plusieurs précisions d'ordre technique doivent être apportées au sujet de certains calculs effectués lors de la mise en place des concours et financements bancaires, tant sur le plan de la détermination des taux de découvert et d'escompte, du calcul du nombre de jours d'agios et de la référence à des taux *in fine* ou précomptés, qu'au niveau de la différence entre taux variables et taux révisables.

2.2.1. Taux du découvert et taux d'escompte

Ces taux ont longtemps reposé sur le **taux de base bancaire** (TBB), auquel les banques ajoutent une prime ou commission de risque (cf. encadré 2.1) spécifique à l'entreprise cliente. Cette dernière est toutefois négociable, et a tendance à diminuer sous l'effet de la concurrence entre banques (cf. 2.3.).

Depuis le début des années quatre-vingt-dix et à la demande des entreprises, les taux d'escompte et de découvert facturés aux entreprises sont de plus en plus calculés par référence à **des taux d'intérêt à référence monétaire** (cf. encadré 2.1). Le coût de financement ainsi obtenu est généralement beaucoup moins élevé (de 1 % à plus de 2 % selon les entreprises) que celui calculé à partir du TBB.

Dans les deux cas, l'ampleur de la **majoration** pratiquée pour le calcul du taux d'escompte **dépend** directement du **pouvoir de négociation de l'entreprise**. Les firmes disposant de la plus grande surface financière sont évidemment celles qui peuvent davantage tirer profit de la concurrence bancaire.

ENCADRÉ 2.1**Le coût de l'escompte et le coût du découvert****Calcul par référence au TBB :**

taux d'escompte = TBB + commission d'endos* + 0,10 %** + CR

taux de découvert = taux d'escompte + majoration

avec : CR = commission de risque

Calcul par référence à un taux du marché monétaire :

taux d'escompte = TR + marge + CR

taux de découvert = taux d'escompte + majoration

avec : TR = taux de référence : TMM, EURIBOR, EDNIA

* La commission d'endos, égale à 0,60 %, rémunère la banque pour l'élaboration des bordereaux d'escompte.

** La commission de 0,10 %, instituée en 1979, correspond à une taxe sur les encours que les banques ont répercutée sur leurs clients.

2.2.2. Le calcul du nombre de jours d'agios

Le nombre de jours d'agios est égal au **nombre de jours**, bornes incluses, de mise à disposition **du crédit** (date d'échéance – date de valeur au crédit) auquel il faut généralement **ajouter 1 ou 2** jours supplémentaires, dits « **jours de banque** ».

Ce calcul est valable pour tous les types de crédit, sauf pour l'escompte de traites pour lequel la banque prélève un minimum de 10 jours d'agios, ainsi qu'un montant minimal d'agios à facturer.

2.2.3. Taux *in fine* et taux précompté

Le taux *in fine* ou taux proportionnel est le **taux** d'intérêt **simple** qui s'applique pour le paiement d'intérêts à l'échéance de l'emprunt ou du placement. Les **intérêts** sont donc **post-comptés**. Le taux *in fine* exclut la composition des intérêts³ et est essentiellement utilisé dans les opérations

3. Lorsque les intérêts sont capitalisés au taux actuariel du prêt ou de l'emprunt, il s'agit d'un taux dit « zéro coupon ».

de prêts ou de crédits sur le marché monétaire, dont la périodicité de calcul des intérêts est inférieure ou égale à 1 an. Le taux *in fine* fait traditionnellement référence à une année financière de 360 jours. Il est toutefois possible pour l'entreprise de demander à bénéficier d'un taux calculé sur une base de 365 jours.

Les intérêts sont **précomptés** lorsqu'ils sont perçus d'avance par le prêteur. Leur montant est donc **déduit du nominal** de la créance, ce qui fait que le capital initial engagé est inférieur à ce nominal. Dans la mesure où ces intérêts, perçus en début de période, peuvent être placés sur le marché financier pendant la durée du prêt/emprunt (sachant que de plus les agents économiques peuvent très facilement réaliser des arbitrages), le taux précompté est systématiquement inférieur au taux *in fine*⁴.

Au total, les éléments décrits dans ce paragraphe contribuent à accroître la différence entre le taux nominal et le **coût réel des crédits**. Dans le cas de l'escompte (cf. encadré 2.2), il s'agit de la charge financière supplémentaire qu'entraîne le recours à ce financement par rapport à une situation où l'entreprise se bornerait à recouvrer le montant des effets à l'échéance.

2.2.4. Taux fixes et taux révisables

Le taux d'intérêt payé ou reçu sur une créance peut être **fixe** pour toute la **durée du contrat**, et, à ce titre, est connu dès sa conclusion.

Le taux peut aussi être variable, c'est-à-dire être directement **indexé sur un taux de référence** défini contractuellement entre les parties, prêteurs et emprunteurs. Ce taux de référence est mesuré périodiquement, en fonction de la périodicité (mensuelle, trimestrielle, annuelle) avec laquelle il est prévu que l'emprunteur rémunère et rembourse le prêt. Parmi les taux de référence, on distingue généralement les **taux variables** au sens strict qui sont connus *a posteriori*, étant par définition déterminés à partir de l'évolution du taux de référence sur la période portant intérêt (c'est le cas notamment du TMM et du TAM), des **taux révisables** qui sont, quant-à-eux, **prédéterminés** avant la période à laquelle ils s'appliquent (comme les taux EURIBOR à 1 mois, à 3 mois...).

4. La correspondance entre taux *in fine* (TIF) et taux précompté (TP) est d'ailleurs facile à établir : $TP = TF \times [1 + (TIF \times n) / 36\ 000]$, n étant la durée en jours du placement/financement.

ENCADRÉ 2.2**Le coût réel des crédits à court terme : le cas de l'escompte**

Un trésorier remet un effet de 1 million d'euros à l'escompte le 11 mai. L'échéance de l'effet est le 30 juin. Le taux d'escompte nominal (ou annoncé) est égal à **10 %**. Le coût réel de l'escompte, c , s'évalue de préférence en calculant un taux actuariel annualisé, en tenant compte des facteurs suivants :

- **le gain de jours de banque** : si l'effet avait été remis à l'encaissement (au moins six jours avant l'échéance), l'entreprise n'aurait été créditée que le 4 juillet (cf. tableau 2.1) alors que l'escompte lui permet d'être créditée en valeur le 12 mai. Elle bénéficie donc du financement pendant 22 jours alors que 20 jours d'agios lui sont facturés (cf. *supra*, 2.2.2.). Le financement par escompte apporte donc un gain de deux jours ;
- **le net d'escompte** : l'entreprise est créditée du montant de l'effet diminué des agios précomptés, 5 555,56 euros (1 millions d'euros \times 10 % \times 20/360), soit 994 444,44 euros ;
- **les 360 jours bancaires** : le décompte des intérêts s'effectue sur une base de 360 jours alors que l'année comprend 365 jours.

Le taux actuariel quotidien de l'escompte $c_j = 0,025326$ % est la solution de l'équation suivante :

$$994\,444,44 = \frac{1\,000\,000}{(1 + c_j)^{22}}$$

Le coût réel de l'escompte est alors $c = (1 + c_j)^{365} - 1 = \mathbf{9,68\%}$.

On constate donc que, compte tenu de la durée de l'escompte, le gain de jours de banque compense largement les effets défavorables du net d'escompte et du calcul des agios sur 360 jours.

2.3. La négociation des taux d'intérêt

La négociation peut **difficilement** s'effectuer **sur le taux de référence** lui-même, surtout lorsqu'il s'agit d'un taux de marché auquel se réfère la banque (EURIBOR...). En revanche, il est plus aisé pour l'entreprise de solliciter une **réduction** de la **commission** (ou prime) **de risque** qui s'ajoute au taux de référence du financement.

Cette majoration propre au client, dite « majoration catégorielle », a longtemps été fonction du chiffre d'affaires des firmes, et cela indépendamment de leur performance économique et financière. Les banques ont depuis affiné leur système de classement, en utilisant des techniques variées (diagnostic financier, *scoring*, cotation Banque de France et des agences de notation...). Une modulation peut intervenir au regard de critères d'appréciation plus qualitatifs voire subjectifs (qualité de l'équipe de direction, dynamisme commercial, profondeur et équilibre de la gamme des produits, équilibre global de la relation banque/entreprise, caractéristiques des opérations affectées au compte...). La **négociation** de cette majoration est

efficace puisque la fourchette de celle-ci s'est considérablement rétrécie, surtout dans les grandes entreprises et parmi les firmes risquées, pour disparaître dans certains cas. En effet, il n'est plus rare, sans doute à tort, que soit nulle la majoration d'une entreprise dynamique et financièrement saine qui traite quelques dizaines de millions d'euros de chiffre d'affaires.

Toutefois, comme pour la négociation des conditions bancaires, la négociation des taux d'intérêt, c'est-à-dire des conditions de financement et de placement est une importante tâche du trésorier (ou du directeur financier selon le niveau de délégation dans l'entreprise) qui **engage l'équilibre de la relation banque-entreprise** ainsi que la **réputation** de cette dernière.

Il est donc important pour lui de connaître à la fois : (1) les **opérations** bancaires qui ont le plus grand impact sur le compte de résultat et qu'il faut **négoçier en priorité** ; (2) la **rentabilité** que la firme laisse à la **banque**, si possible par type d'opération.

3. Les commissions

Parmi les diverses commissions prélevées par les banques et qui sont **censées rémunérer des services**, les commissions liées aux mouvements sont traditionnellement mises en avant. Les autres commissions seront présentées ultérieurement. Tout comme pour les dates de valeur et les taux d'intérêt, nous axerons notre présentation sur les commissions standards, en mentionnant le cas échéant les possibilités de négociation de certaines d'entre elles.

3.1. Les commissions liées aux mouvements

Elles sont au nombre de trois : la commission de mouvement, la commission de plus fort découvert et la commission de forfaitisation.

3.1.1. La commission de mouvement

Elle est **assise sur tous les mouvements débiteurs** sur le compte bancaire. Son taux usuel égal à 1 / 4 000 (soit **0,025 %**) est **difficilement négociable**, les banques justifiant cette commission par le fait que ces mouvements provoquent des traitements bancaires alors que la tenue du compte n'est pas facturée.

Pour réduire l'impact financier de cette commission, les entreprises peuvent négocier l'exonération des opérations financières internes (virements de compte à compte...) ou résultant des relations contractuelles avec la banque (mensualités ou annuités d'emprunt, paiement d'agios et d'intérêts débiteurs...). Elles peuvent aussi négocier la rémunération de leurs

soldes créditeurs sous forme de rétrocession de commission de mouvement (la rémunération des comptes courants étant illicite).

Dans tous les cas, compte tenu de son incidence financière, il est important de **contrôler** rigoureusement **l'application** de cette commission sur tous les mouvements débiteurs non exonérés.

3.1.2. Commission de plus fort découvert (CPFD)

Cette commission est **calculée sur la base du plus fort découvert du mois**, mais n'est payée qu'en fin de trimestre civil lors de l'arrêté du compte. Son taux est habituellement égal à 1 / 2 000 (soit **0,05 %**), c'est-à-dire le double du taux de la commission de mouvement. Ainsi, si le solde débiteur maximal des mois de juillet, août et septembre est respectivement égal à 400 000, 25 000 et 150 000, la CPFD du trimestre sera égale à $575\,000 \times 0,05\% = 287,5$ euros.

Bien que cette commission soit limitée à la moitié des intérêts débiteurs du trimestre, son impact est important lorsque le compte bancaire enregistre un fort découvert alors qu'il est par ailleurs régulièrement faiblement débiteur ou créditeur. Contrairement à la commission de mouvement, l'entreprise peut **négo-cier** la commission de plus fort découvert, voire obtenir sa **suppression** pure et simple.

3.1.3. Commission de forfaitisation

Depuis quelques années, on voit les banques proposer à leurs clients **l'abandon des conditions bancaires standards** sur les débits et crédits, ainsi que **des commissions** de mouvement et de découvert, **moyennant** le paiement d'un **forfait** et l'adoption d'une date de valeur unique pour les débits et les crédits (j ou j+1...).

Ce forfait, généralement payé trimestriellement avec les intérêts débiteurs, est naturellement fonction du volume des mouvements débiteurs et/ou créditeurs traités ainsi que du type d'opération. Il est **révisable périodiquement** en fonction de sa rentabilité pour la banque et de l'évolution de la concurrence.

La pratique de la forfaitisation a l'avantage de **simplifier** grandement la **relation banque-entreprise**. En effet, elle clarifie la tarification des conditions bancaires et des commissions, ce qui permet au trésorier d'arbitrer plus facilement entre les différentes banques et d'être davantage attentif à la qualité du service rendu qu'à son prix. La forfaitisation a aussi l'avantage de réduire les écritures comptables passées par le service de trésorerie et de limiter les risques d'erreur (cf. 4. de ce chapitre). Le forfait est aussi intéressant pour la banque : souvent assorti d'un engagement sur les volumes confiés par l'entreprise, il permet à celle-ci de fidéliser son client, de le rencontrer régulièrement et d'améliorer la qualité de son service.

La commission de forfaitisation n'est toutefois pas aisée à déterminer. Pour ce faire, les trésoriers et les banquiers doivent **évaluer ce que leur coûtent les dates de valeur et commissions** concernées par le forfait (cf. encadré 2.3).

3.2. Les autres commissions

Il s'agit de commissions liées à l'octroi d'un crédit, et de frais fixes sur certaines opérations.

3.2.1. Les commissions liées à l'octroi de crédits

Calculées sur le total du financement autorisé, elles sont perçues lors de l'octroi de celui-ci. La **commission d'engagement** est perçue qu'il y ait ou non tirage du crédit, alors que la **commission de non-utilisation** n'est payée qu'en l'absence de mobilisation du crédit par l'emprunteur.

ENCADRÉ 2.3

La commission de forfaitisation : le cas de CIBA-GEIGY

Depuis 1992, la filiale française du groupe pharmaceutique CIBA-GEIGY ne supporte plus de jours de valeur et ne paie plus ses commissions bancaires par opération, mais sous la forme d'un forfait. La commission de forfaitisation a alors été établie de la manière suivante :

À partir d'une prévision des flux détaillée en nombre, en montant et par type d'opérations, qu'il confierait à sa banque dans l'année, le trésorier de CIBA a commencé par évaluer, grâce aux derniers tarifs communiqués par la banque, les différentes commissions que le groupe aurait eu à payer. Il a ensuite ajouté le coût pour la banque d'un renoncement aux dates de valeur, le *float* étant valorisé au T4M de l'année précédente.

De leur côté, les services commerciaux du Crédit Lyonnais ont d'abord établi un forfait minimal correspondant à leur coût de revient, obtenu en additionnant les coûts de traitement administratifs de chaque opération et le coût commercial (calculé sur la base du temps passé par les commerciaux à la gestion du compte du groupe). Un autre forfait, supérieur au plancher minimal, a finalement été retenu : il s'agit du coût de renoncement aux dates de valeur et aux différentes commissions, correspondant à l'évaluation faite par le trésorier de CIBA-GEIGY.

Ce point résolu, il a fallu également prévoir le cas où les volumes de flux pris comme hypothèse ne seraient pas atteints, ou au contraire seraient dépassés. Aux termes de l'accord, chacune des parties bénéficiera d'une régularisation en cas de variation de plus de 10 % par rapport aux hypothèses de départ, des flux confiés. Cette régularisation prendra la forme d'un débit ou d'un crédit sur le compte de l'entreprise.

Source : « Ciba-Geigy forfaitise ses commissions bancaires », *Option Finance*, n° 339, janvier 1995.

Les entreprises **ne se focalisent** généralement **pas sur ces commissions** qui ne constituent qu'un élément – assez marginal – du coût global du crédit. À ce titre, une négociation trop dure de l'entreprise sur le taux de référence de son emprunt pourra conduire la banque à inclure dans le contrat de prêt une commission d'engagement (dont la perception est certaine) maximale. Inversement, si le taux de marge au-dessus du taux de référence du prêt satisfait la banque, celle-ci sera plus encline à accepter une commission de non-utilisation ou une commission d'engagement réduite.

3.2.2. Les frais fixes sur opérations

Ces frais sont prélevés à la suite d'opérations précises. Compte tenu de leur caractère fortement contingent du fait de leur **grande variation entre établissements bancaires** et de la possibilité de les **négocier**, il nous semble préférable de lister les opérations qui les suscitent (cf. tableau 2.6).

TABLEAU 2.6

Opérations pouvant donner lieu à commission fixe

Les opérations de caisse	<ul style="list-style-type: none"> • opposition sur chèque • opposition sur avis de prélèvement • chèque impayé • virement débiteur • dépôt de nuit • ...
Les opérations sur le Portefeuille commercial	<ul style="list-style-type: none"> • remise de LCR ou de BOR • impayés • réclamés prorogés • avis de sort par courrier • remise d'effet non domicilié • changement de domiciliation • cession de créances Dailly • ...
Les opérations Internationales	<ul style="list-style-type: none"> • commission de change • commission de transfert • commission à l'export • commission à l'import • ...
Les opérations diverses	<ul style="list-style-type: none"> • renseignements commerciaux • renseignements sur le fonctionnement du compte • information des cautions • avis à un tiers détenteur d'une saisie-arrêt • ...

4. Le contrôle des opérations bancaires

Compte tenu de la multiplicité, de la complexité et de la personnalisation (à la suite de négociations) des composantes des opérations bancaires, les **sources d'erreur** sont **nombreuses** et l'entreprise se doit de procéder, dans l'idéal, à un **contrôle permanent** de toutes les opérations effectuées avec un intermédiaire financier. En cas d'erreur, le trésorier interviendra systématiquement auprès de celui-ci pour réclamer les redressements permettant de revenir à la situation correspondant à une **juste application des données contractuelles** préalablement définies et acceptées par les parties.

Les contrôles, grandement facilités par les logiciels de gestion de trésorerie connectés aux banques par télétransmission, s'effectueront à tous les niveaux : conditions bancaires, taux d'intérêt et commissions.

4.1. Le contrôle des conditions bancaires

Les jours de valeur pratiqués sont aisément vérifiables à partir des **extraits de compte** et **avis d'opéré** (vérification manuelle) ou après **télétransmission** des opérations par la banque (vérification à l'aide d'un logiciel de gestion de trésorerie). Indépendamment du contrôle quasi systématique des opérations exceptionnelles (opérations internationales en devises...) ou ponctuelles (virements...), les entreprises ne vérifient pas toujours la totalité des opérations courantes. Certaines se fixent un seuil minimal de contrôle, fonction de leur taille et des caractéristiques de leur trésorerie, d'autres procèdent par sondage.

Le trésorier peut aussi décider de contrôler systématiquement, lorsqu'elles sont minoritaires, toutes les opérations courantes dont les conditions ont été négociées, afin d'identifier les éventuelles erreurs commises par la banque (application des jours de valeur standards plutôt que ceux, plus avantageux, qui ont été négociés).

4.2. Le contrôle des taux d'intérêt

Quels que soient les taux de référence privilégiés, le trésorier doit vérifier la bonne application des conditions négociées sur les différentes opérations de placement et de financement à court terme. Un contrôle spécifique et systématique est opéré au sujet des **crédits** bancaires **ponctuels** (crédit *spot*, mobilisation de créances nées sur l'étranger...).

Concernant les financements courants par **découvert**, le contrôle s'effectue à l'aide des **échelles d'intérêts trimestrielles** qui expliquent et justifient les agios prélevés sur les différents comptes de l'entreprise dans une même banque (cf. tableau 2.7).

TABLEAU 2.7**Exemple d'échelle d'intérêt**

Date de valeur	Capitaux		Soldes		Nb de jours	Nombres	
	Débit	Crédit	Débit	Crédit		Débiteurs	Créditeurs
17/08				12 600,28	1		12 600,28
18/08	603,25	8 327,00		20 324,03	1		20 324,03
19/08	23 372,50		3 048,47		2	3 048,47	
21/08	5 815,00	19 854,90		10 991,43	1		10 991,43
22/08							
Total							

Le taux des intérêts débiteurs sera recalculé, à partir du cumul des nombres débiteurs⁵, pour vérifier qu'il correspond bien à celui négocié⁶ :

$$\text{taux} = \frac{\text{intérêts débiteurs}}{\text{nombres débiteurs}} \times 36\,000$$

Les **intérêts débiteurs** pourront ensuite être contrôlés à l'aide du calcul suivant :

$$\text{intérêts débiteurs} = \frac{\text{nombres débiteurs} \times \text{taux découvert}}{36\,000}$$

Il convient enfin de s'assurer que le calcul des agios a bien été réalisé en conformité avec, le cas échéant, la demande de **fusion des échelles d'intérêts** des différents comptes (cf. chapitre 1, 2.1.1.).

4.3. Le contrôle des commissions

Les commissions de plus fort découvert (CPFD) et de mouvement (cf. 3.1.), lorsqu'elles ne sont pas supprimées, apparaissent sur les **échelles d'intérêts trimestrielles**.

Une fois le montant de celle-ci contrôlé, il est intéressant de calculer le **poinds absolu de la CPFD** par rapport aux nombres débiteurs, et son évolution au cours des derniers trimestres :

$$\frac{\text{CPFD}}{\text{nombres débiteurs}} \times 36\,000$$

5. Un nombre débiteur est le produit : solde débiteur x nombre de jours pendant lesquels ce solde reste inchangé.

6. En ajoutant la commission de plus fort découvert au numérateur de ce ratio, on obtient un taux global approximatif du financement par découvert auprès de la banque.

La **commission de mouvement** est plus **délicate à contrôler** lorsque la banque ne signale pas les opérations exonérées sur l'échelle d'intérêts. Dans ce cas, l'assiette de la commission doit être corrigée en retirant les mouvements exonérés de la somme des mouvements débiteurs du trimestre.

Les commissions intervenant plus ponctuellement comme les commissions liées à l'octroi de crédits ou à certaines opérations (cf. tableau 2.6) font l'objet d'un contrôle spécifique, après survenance de ces événements.

Résumé

1) Le décalage entre la date d'opération (date à laquelle se fait l'enregistrement comptable à la banque) et la date de valeur (date réelle de débit ou de crédit en compte) des opérations de crédit et de débit sont à l'origine des jours de valeur pratiqués par les banques. Ces jours de valeur, qui font que les recettes sont créditées en valeur après l'opération et les dépenses débitées avant, trouvent leur justification dans le délai nécessaire à l'échange des moyens de paiement entre les établissements bancaires.

2) De nombreux taux d'intérêt peuvent servir de référence aux opérations de placement et de financement à court ou moyen terme. Si la référence a longtemps été le taux de base bancaire (TBB), les taux de marché sont actuellement les plus utilisés lors des opérations de trésorerie, qu'il s'agisse des taux directeurs sur le marché monétaire (EONIA, EURIBOR...) ; des taux à référence monétaire (TMP, T4M...) ou des taux d'intérêt à référence obligataire (TMO, TME...). Les modes de calcul intégrés dans les formules de financement (nombre de jours d'agios, intérêts précomptés...) font que le coût réel des crédits est très souvent supérieur à leur taux nominal.

3) Plusieurs commissions, censées rémunérer des services qu'elles fournissent à leurs entreprises clientes, sont facturées par les banques (commissions de mouvement, de plus fort découvert, de forfaitisation...).

4) La négociation des conditions bancaires, taux d'intérêt et commissions est une pratique courante pour les entreprises désireuses de réduire leurs frais financiers. Cependant, toute négociation ponctuelle engage la réputation de la firme et l'équilibre global de la relation banque-entreprise. Le maintien de ces dernières doit être une préoccupation constante pour le trésorier.

5) Les opérations bancaires sont multiples, complexes et personnalisées. L'entreprise doit donc les contrôler, notamment au regard des conditions négociées préalablement. En cas d'erreur, le trésorier réclamera les redressements permettant de revenir à une juste application de celles-ci. Les contrôles, grandement facilités par les logiciels de gestion de trésorerie connectés aux banques par télétransmission, s'effectueront à tous les niveaux : conditions bancaires, taux d'intérêt et commissions.

La trésorerie en valeur : prévision et positionnement des flux financiers

Un des rôles majeurs du trésorier mentionné dans le premier chapitre est la gestion des liquidités¹. Il doit veiller à ce que l'entreprise dispose d'une encaisse suffisante pour faire face aux paiements prévus, au moindre coût. Cette mission entraîne la réalisation de plusieurs tâches :

1) Elle suppose d'obtenir la **prévision** la plus rigoureuse possible des **encaissements** et des **décaissements quotidiens**. Pour atteindre ce but, il convient :

- d'adopter une **gestion de trésorerie en dates de valeur** et non en dates d'opération afin de connaître au mieux le solde bancaire quotidien et, le cas échéant, les agios à payer (cf. chapitre 2, 1.) ;
- d'identifier le caractère certain ou incertain des flux de trésorerie. Une remise de chèques est une **opération certaine** puisque le trésorier maîtrise exactement sa date de valeur. Il suffit d'appliquer la condition bancaire à partir de la remise afin d'obtenir la date réelle de débit en compte. En revanche, émettre des chèques est une **opération incertaine**. Ainsi, c'est la date de remise des chèques à la banque par le fournisseur qui conditionnera l'application d'une date de valeur. Dans ce dernier cas, le trésorier estimera leur date de débit. Le choix du mode de règlement n'est pas neutre quant à la précision dans la prévision de flux. En choisissant un paiement par virement plutôt que par chèque, le trésorier connaît parfaitement la date de débit.

1. Cf. chapitre 1, 2.2. et H. La Bruslerie (de), « La gestion de trésorerie dans la fonction financière de l'entreprise : évolution et perspectives », *La Revue du Financier*, n° 91, 1993.

2) La réalisation de cette mission **au moindre coût** implique l'obtention d'un solde bancaire quotidien global nul après prise en compte des paiements prévus et des **jours de valeur**. En l'occurrence, il convient de maintenir, si possible, le solde bancaire quotidien global en valeur le plus proche de zéro, selon le **principe de la trésorerie zéro**². Ce principe de gestion permet en effet de minimiser les erreurs d'équilibrage, de surmobilisation ou sous-mobilisation (cf. chapitre 1, 2.). La convergence vers une trésorerie zéro implique une **connaissance des flux** sur un horizon temporel de plusieurs dizaines de jours et la **possibilité de les décaler**. Évidemment, reporter ou non un flux financier en agissant sur les éléments du besoin en fonds de roulement (relancer les clients, payer comptant les fournisseurs contre escompte...) ne suffit pas toujours pour réaliser cet objectif. Si l'entreprise a une trésorerie structurellement excédentaire ou déficitaire, le solde global sera souvent respectivement positif et négatif. Dans ce cas, le décalage des flux de quelques jours ne modifiera pas substantiellement son évolution. Le trésorier devra également prendre préalablement les **décisions de placement et de financement optimales**, c'est-à-dire adaptées en termes de durée, de taux et de montant.

Une gestion optimale des liquidités suppose donc l'accomplissement simultané de deux tâches. D'une part, une bonne connaissance des composantes du BFR et une évaluation de la **trésorerie** sur un horizon temporel très large, de quelques jours à plusieurs années. La première section est consacrée à la présentation des documents comme éléments d'aide aux décisions de placement ou de financement, quel que soit l'horizon temporel. D'autre part, la **réalisation d'une fiche en valeur** qui implique au préalable l'apprentissage de plusieurs techniques abordées dans la deuxième section.

1. La prévision des flux financiers

Avec l'objectif d'atteindre le **principe de la trésorerie zéro**, la gestion des liquidités au jour le jour suppose de réaliser une bonne prévision des flux financiers sur des **horizons temporels différents** (quotidiens, mensuels, annuels...). Dans ce cadre, il existe plusieurs documents (budget annuel de

2. L'application de ce principe implique de considérer la trésorerie comme la différence entre des liquidités et des concours bancaires réels. Or, par exemple, afin de financer des investissements non prévus, il serait judicieux de détenir une capacité d'endettement inemployée et des placements liquides à court terme. La trésorerie s'analyse alors davantage comme la différence entre des liquidités et des ressources financières potentielles (cf. M. Levasseur, *Gestion de la trésorerie*, Economica, 1979). La recherche de cette flexibilité est alors un obstacle à une application stricte du principe de la trésorerie zéro. « Nous ne disposons pas d'une bonne théorie permettant de déterminer le niveau d'encaisse potentiel et avec quelle rapidité la société devrait être en mesure de l'obtenir. Cela fait partie des questions non résolues en finance » R.A. Brealey, S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 11^e édition, 2013.

trésorerie, prévisions mensualisées, fiches en valeur...) synthétisant ces informations sur des durées différentes, autant d'outils précieux pour optimiser les décisions de placement ou de financement, voire décaler les flux. Ceux-ci seront développés successivement dans les paragraphes suivants.

1.1. Le plan de financement

Le plan de financement intègre la **prévision pluriannuelle des flux de fonds**³. Il est utilisé par le directeur financier et éventuellement par le trésorier lorsque ces deux fonctions sont distinctes.

ENCADRÉ 3.1

Exemple de plan de financement

Le directeur financier analyse le plan de financement de sa société afin d'estimer le besoin à financer ou l'excédent à placer. Il décide de financer le besoin de 13 millions d'euros (cf. tableau 3.1) par :

1. une **augmentation de capital** pour un montant de 8 millions d'euros, ce qui entraînera un accroissement des dividendes de 240 000 euros ;
2. un **endettement** à long et moyen terme à hauteur de 6 millions d'euros au taux de 8 % pour une durée de 10 ans. Le remboursement est réalisé par annuité constante. Le montant de l'annuité est obtenu en appliquant la relation :

$$A = M \frac{i}{[1 - (1 + i)^{-n}]}$$

avec A, M, i et n représentant respectivement le montant de l'annuité, le montant emprunté, le taux et la durée de l'emprunt. L'annuité est égale à 895 000 euros* avec 480 000 euros d'intérêts et 415 000 euros d'amortissement pour la première année ;

3. des **concours bancaires courants** pour le solde.

Remarque : le montant nécessaire est supérieur au besoin à financer (13 millions) en raison de l'augmentation de la variation du BFR induite et des nouveaux remboursements d'emprunt.

Le nouveau plan de financement (cf. tableau 3.2) intègre les dernières décisions financières ainsi que leur incidence sur la trésorerie, en supposant un taux d'IS de 33,33 %.

* 6 000 000 [0,08 / (1 - (1+0,08)⁻¹⁰).

3. Les flux de fonds donnent lieu systématiquement à des encaissements ou à des décaissements par opposition aux flux calculés comme, par exemple, les dotations sur amortissements.

Après analyse de ce document (cf. tableau 3.1), le responsable financier pourra agir, en cas d'évolution structurellement négative⁴ de la trésorerie, en mettant en place des financements durables en vue de **préserver l'équilibre financier** de l'entreprise. Dans ce cas, connaissant le besoin à financer, il déterminera la **répartition entre l'endettement stable et les fonds propres externes**. Le trésorier en déduira la **proportion des concours bancaires courants**⁵ puis il évaluera l'incidence de ses décisions sur la trésorerie (intérêts, remboursements d'emprunt, distribution de dividendes...) (cf. *supra*, encadré 3.1). Ces décisions et leurs incidences sont synthétisées dans le plan de financement (cf. tableau 3.2).

TABEAU 3.1**Le plan de financement avant la prise de décisions financières***(en milliers d'euros)*

PLAN AVANT FINANCEMENTS	N	N+1	N+2
Investissements nouveaux (HT)	11 800		
Remboursement des emprunts existants	5 000		
Dividendes sur fonds propres externes existants	200		
Variation BFR d'exploitation ou hors exploitation	5 000		
Total des emplois	22 000		
Capacité d'autofinancement (CAF) avant incidence des frais financiers liés aux décisions financières	5 000		
Cessions d'actifs	2 000		
Nouvelles subventions d'investissement	1 000		
Total des ressources	8 000		
Solde = Ressources - Emplois	- 14 000		
Trésorerie initiale	1 000		
Besoin à financer ou excédent à placer	- 13 000		

Sur l'horizon défini, le **principe de la trésorerie zéro** est respecté puisque le solde bancaire global devrait être nul à condition que les données prévisionnelles soient conformes aux réalisations. Bien évidemment, sur la période, les différentes composantes du plan de financement varient. Par exemple, la variation du BFR mensuel ne sera pas nécessairement égale à 1/12^{ème} de la variation du BFR annuel. En fait, sur un horizon inférieur à un an, le montant des concours bancaires sera ajusté aux variations souvent mensuelles grâce à l'élaboration du plan de trésorerie.

4. Une variation structurellement négative de la trésorerie trouvera son origine dans une réduction du fonds de roulement (FR) (augmentation du montant des investissements...) et/ou un accroissement du BFR (dû, par exemple, à un changement de l'activité en volume ou en valeur), cf. chapitre 1, 1.

5. À ce titre, le plan de financement donne un éclairage pluriannuel des plafonds de concours bancaires à négocier avec les banquiers.

TABLEAU 3.2**Le plan de financement après décisions de financement et de placement***(en milliers d'euros)*

PLAN APRÈS FINANCEMENTS	N	N+1	N+2
Investissements nouveaux (HT)	11 800		
Remboursements des emprunts (existants et nouveaux)	5 415		
Dividendes / fonds propres externes	440		
Variation BFR d'exploitation ou hors exploitation	5 000		
	22 655		
Total des emplois			
Capacité d'autofinancement (corrigée des charges financières nettes d'impôt liées aux décisions financières) (5 000 - 480 + 33,33 % x 480)	4 680		
Cessions d'actifs	2 000		
Nouvelles subventions d'investissements	1 000		
Augmentation de capital	8 000		
Nouvel emprunt	6 000		
Total des ressources	21 680		
Solde = Ressources - Emplois	- 975		
Trésorerie initiale	1 000		
Besoin à financer résiduel	- 25		
Plafond des concours bancaires			
Nouveaux concours bancaires*	25		

* Le montant des concours bancaires courants pourra être supérieur si le paiement des agios correspondants est intégré dans la capacité d'autofinancement.

1.2. Le plan de trésorerie

Le **plan de trésorerie** (ou le **budget de trésorerie**) implique de connaître les encaissements et décaissements mensuels ventilés par nature. **Réalisé toutes banques confondues** et réaménagé plusieurs fois dans l'année lorsque les prévisions s'avèrent inexactes, il présente plusieurs intérêts :

- il offre un éclairage à la fois sur la **nature des concours financiers** (ou des **placements**) et leur **montant**. Ce dernier dépend étroitement de l'évolution du BFR (qui peut être positive ou négative). Par exemple, une modification profonde des politiques de règlement des créances clients (encaisser le plus tôt possible, connaître rapidement les retards de paiement et les impayés) ou de paiement des fournisseurs (régler le plus tard possible) réduira le BFR et, indirectement, le recours aux concours financiers. En outre, afin de préciser la nature

des financements, le trésorier a intérêt à distinguer les règlements au comptant de ceux différés au moyen d'effets. Il déterminera ainsi la **part des recours à l'escompte** des traites **parmi les concours bancaires courants** et s'assurera de la compatibilité entre le montant à escompter et celui des effets en portefeuille ;

- c'est un instrument **utile dans la négociation** avec le banquier des **plafonds d'escompte** ou de **découvert**. Une meilleure connaissance de l'évolution mensuelle de la trésorerie favorisera la négociation d'un plafond de découvert relativement bas tout en acceptant de payer une commission en cas de dépassement. Cette solution peut s'avérer plus avantageuse qu'une demande de plafond plus élevé qui entraînerait vraisemblablement un taux de découvert plus important ;
- il rend compte mensuellement de l'**incidence** sur la trésorerie **des décisions de financement** précisées lors de l'élaboration du plan financier. Ainsi, il permet de mieux les répartir ;
- le **calcul** du montant des **charges financières prévisionnelles** est **facilité**. Prenons l'exemple développé à partir de l'encadré 3.2 dans lequel le solde mensuel de janvier (en milliers d'euros) est de - 3 000 financé pour moitié par découvert au taux de 15 % et pour l'autre moitié par escompte au taux de 14,55 %. Présentons le montant des agios résultant de cette décision (sans discuter du caractère plus ou moins opportun de celle-ci) sachant que les durées probables du découvert et de l'escompte des effets à recevoir arrivant à échéance le mois suivant sont respectivement de 30 et 20 jours. Le montant des agios sur le découvert sera égal à $1\,500\,000 \times 0,15 \times 30/360$, soit 18 750 euros. Les agios associés à l'escompte de traite, étant payables d'avance, sont déterminés par différence entre les montants des traites à escompter et celui du financement. Le montant des traites à escompter s'élève à 1 512 220 euros pour un financement obtenu de 1 500 000 euros⁶. Par conséquent, les agios seront de 12 220 euros.

La **détermination du solde mensuel à financer** (ou à placer), élément central du plan de trésorerie, est illustrée dans le tableau 3.3. Le classement des flux en fonction de leur nature (exploitation ou non) permet d'y faire apparaître le montant du flux de liquidités généré par l'exploitation courante de l'entreprise, l'ETE (Excédent de trésorerie d'exploitation), souvent comparé aux décaissements hors exploitation. Le tableau 3.4 récapitule l'incidence des différentes décisions de placement et de financement prises dans l'exemple.

6. $1\,500\,000 / 1 - [0,1455 \times 20 / 360] = 1\,512\,220$ euros.

ENCADRÉ 3.2**Exemple de plan de trésorerie**

Le trésorier d'une société constate à partir de son plan de trésorerie (cf. tableau 3.3) un **solde négatif** pour janvier de 3 000 000 euros, consécutif à un investissement important et partiellement financé par des ressources durables.

Il positionne les agios du mois de janvier en fonction de leur date d'exigibilité : à la fin de chaque trimestre pour ceux consécutifs à un découvert et au début du financement en cas d'escompte.

En janvier, la trésorerie finale négative de 1 500 000 euros (cf. tableau 3.4) résulte d'un découvert accepté par la banque. En février, la trésorerie finale est égale à 4 338 000 euros après prise en compte d'une part, de la réduction de moitié du découvert pour un montant de 1 500 000 euros et d'autre part, des créances escomptées d'un montant arrondi à 1 512 000 euros, c'est-à-dire $4\,350\,000$ (cf. tableau 3.3) $+ 1\,500\,000 - 1\,512\,000$ euros. Elle sera intégralement placée et rapportera 20 (en milliers d'euros) en mars. Le montant de l'encaisse étant nul, le **principe de la trésorerie zéro** est respecté sur un horizon mensuel.

Le tableau 3.4 récapitule l'incidence sur la trésorerie finale de ces différentes décisions en utilisant des valeurs arrondies.

1.3. Les prévisions mensuelles

La trésorerie ou le niveau d'encaisse varie considérablement au cours d'un mois. Par exemple, le paiement des salaires entraîne généralement une diminution importante des liquidités en fin de mois.

Par conséquent, dans l'objectif de mieux gérer les liquidités, le trésorier s'appuie sur un document où il notera les **dates de valeur présumées par décade pour chaque rubrique budgétaire** (salaires, TVA, IS...) et précisera en sus les **moyens de règlements adaptés** (chèques, effets...) pour les achats et les ventes. Il estimera les dates de décaissement des paiements par décade en se fondant sur des données historiques ou sur les dates d'exigibilité pour les charges sociales ou fiscales (cf. encadré 3.3).

TABLEAU 3.3**Le plan de trésorerie avant décisions de trésorerie***(en milliers d'euros)*

	janvier	février	mars
Flux de trésorerie d'exploitation			
Encaissements sur :			
Ventes (TTC) – paiement comptant	36 000	30 350	
Ventes (TTC) – paiement différé	116 200	107 700	
Avances reçues sur commandes	0	0	
Subventions d'exploitation	0	0	
Autres recettes	0	0	
TOTAL 1	152 200	138 050	
Décaissements sur :			
Achats (TTC)	85 000	79 500	
Charges de personnel	31 000	27 000	
Autres charges externes	6 000	6 000	
Impôts et taxes	6 000	6 000	
TVA décaissée	0	0	
TOTAL 2	128 000	118 500	
SOLDE des opérations d'exploitation : A = ETE = Total 1 - Total 2	+ 24 200	+ 19 550	
Flux de trésorerie hors exploitation			
Encaissements sur :			
Produits financiers	0	0	
Augmentation de capital	0	0	
Prêts et crédits à long et moyen terme	60 000	0	
Cessions d'actifs (hors val. mob. de placement)	0	0	
Subventions d'investissement	0	0	
TOTAL 3	60 000	0	
Décaissements sur :			
Investissements (TTC)	80 000	0	
Remboursements d'emprunts	5 000	7 500	
Loyers de crédit-bail	0		
Dividendes	0	0	
Frais financiers sur emprunts	2 700	4 700	
Impôts sur les bénéfices	0	0	
Autres dépenses	0	0	
TOTAL 4	87 700	12 200	
SOLDE des opérations hors exploitation : B = TOTAL 3 - TOTAL 4	- 27 700	- 12 200	
TRÉSORERIE INITIALE : C	500	- 3 000	
TRÉSORERIE FINALE* : D = A + B + C	- 3 000	+ 4 350	

* Avant concours bancaires \Leftrightarrow besoin à financer ou placement à réaliser.

TABLEAU 3.4

Le plan de trésorerie après décisions de trésorerie

(en milliers d'euros)

	janvier	février	mars
TRÉSORERIE FINALE* : D = A + B + C	- 3 000	+ 5 850**	
Produits sur placements E			+ 20
Intérêts sur concours bancaires F			- 19
Créances escomptées		- 1 512	
Escompte (montant en compte)***	+ 1 500		
TRÉSORERIE FINALE D + E - F	- 1 500	+ 4 338	

*Avant concours bancaires ⇔ besoin à financer ou placement à réaliser.

** Après décisions financières, la trésorerie initiale est obtenue en ajoutant à 4 350 000 (cf. tableau 3.3) le montant des traites escomptées (+ 1 500 000).

*** Financement obtenu en escomptant les traites.

1.4. Les prévisions quotidiennes : la fiche en valeur

Les dates de valeur des prévisions quotidiennes de trésorerie sont reprises dans une **fiche en valeur** réalisée **pour chaque compte bancaire** détenu par l'entreprise et de préférence sur un **horizon glissant de 30 jours** afin d'optimiser les décisions de trésorerie (cf. tableau 3.5). Une période de 30 jours peut être nécessaire si le trésorier décide de placer les montants par exemple dans des comptes à terme ne donnant lieu à une rémunération supérieure à celle des comptes courants qu'en cas de blocage des fonds durant un mois minimum.

La **fiche en valeur** est une étape indispensable pour atteindre le **principe de la trésorerie zéro**. Grâce à elle, le trésorier réalisera :

- une **meilleure adéquation entre les flux** d'encaissement et de décaissement qui se traduira, par exemple, par leur **décalage** sur quelques jours (anticiper⁷ ou éventuellement retarder⁸ le paiement des fournisseurs selon que la structure de la trésorerie est globalement excédentaire ou déficitaire) ;
- les **virements d'équilibrage** (combler les soldes débiteurs avec les soldes créditeurs oisifs afin de limiter le montant des agios) ;
- une **optimisation** des durées, montants et taux des décisions de placement et de financement.

7. Un escompte pour paiement comptant constitue un excellent placement.

8. Il faut alors réaliser un arbitrage entre les pénalités en cas de retard de paiement et les intérêts liés au financement en s'assurant de ne pas altérer les relations commerciales.

ENCADRÉ 3.3**Quelques exemples de dates connues avec certitude**

1. **l'impôt sur les sociétés** : la date d'exigibilité des quatre acomptes est le 15 mars, 15 juin, 15 septembre, 15 décembre, pour un exercice dôturé au 31/12. La date limite de paiement (avant l'application d'une majoration de 10 %) est le 15 du mois suivant. La date limite de paiement de la liquidation de l'impôt a lieu le 15 du 4^e mois qui suit la clôture de l'exercice.

Contribution sociale : elle est de l'ordre de 3,3 % pour les entreprises ayant un chiffre d'affaires d'au moins 763 millions d'euros et dont l'IS dépasse 763 000 €. Les dates d'exigibilité sont les mêmes que pour l'impôt sur les sociétés.

Contribution exceptionnelle : elle s'applique aux entreprises dont le CA est supérieur à 250 millions d'euros au cours des exercices clos **entre le 31 décembre 2011 et le 30 décembre 2015**. Son taux est passé à 10,7 % pour les exercices clos à partir du 31 décembre 2013 (il était fixé à 5 % auparavant). Elle est assise sur l'impôt sur les sociétés dû, déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôt et des créances fiscales de toute nature. Son paiement doit intervenir avant le 15 du 4^e mois qui suit la clôture de l'exercice ou, si aucun exercice n'est clos en cours d'année, le 15 mai de l'année suivante.

Contribution additionnelle au titre des montants distribués : elle est égale à 3 % des montants distribués aux associés, actionnaires ou porteurs de parts et des bénéficiaires ou produits qui ne sont pas mis en réserve ou incorporés au capital. Elle doit être payée spontanément lors du premier versement d'acompte d'IS suivant le mois de la mise en paiement de la distribution et au plus tard à l'échéance d'acompte.

2. **les salaires** : souvent quelques jours avant la fin du mois... ;
3. **les dates concernant les charges sociales et la TVA peuvent être également précisées en consultant les ouvrages précisés ci-dessous...**

Source : site internet impots.gouv.fr.

TABLEAU 3.5**La fiche en valeur**

	Lundi	Mardi	Mercredi	Jeudi ...
SOLDE INITIAL				
Mouvements créditeurs Remise chèques Remise d'espèces Effets à l'encaissement Effets à l'escompte Virements reçus Autres				
TOTAL RECETTES				
Mouvements débiteurs Chèques émis Effets domiciliés Virements émis Impayés Autres				
TOTAL DÉPENSES				
SOLDE AVANT DÉCISIONS				
Décisions : Escompte Placement AgiOS Virement banque à banque recettes Change recettes Virement banque à banque dépenses				
SOLDE APRÈS DÉCISIONS				

2. La réalisation d'une fiche en valeur

Une prévision optimale de l'état des comptes bancaires n'est envisageable qu'à la condition d'établir une fiche en valeur. Sa réalisation nécessite de se familiariser avec quelques méthodes. Elle est facilitée également par le choix des moyens de règlement qui connaissent une plus ou moins grande régularité dans leurs délais. D'autres critères conditionneront le choix d'un moyen de règlement et auront une incidence plus globalement sur la gestion de la trésorerie. Après une présentation des nouveaux moyens de paiement, nous montrerons que les modes de règlement ne sont pas choisis de façon indifférenciée puis nous exposerons les différentes techniques permettant de parvenir à un positionnement optimal des flux.

2.1. Les principaux moyens de paiement plus récents

Aux moyens de **paiement traditionnels déjà présentés** (cf. chapitre 2, 1.2.) s'ajoutent des instruments relativement plus récents et utilisables pour les paiements à distance. Nous citerons :

- le **titre interbancaire de paiement** (TIP) lancé en 1988. C'est un avis de prélèvement assorti d'un document écrit où le débiteur par sa signature accepte l'opération⁹. Ce moyen de règlement est souvent utilisé pour s'acquitter de dettes envers des grands facturiers (EDF, France Télécom, Trésor public...). La mise en œuvre du projet SEPA (cf. 2.2.) entraînera la disparition de ce moyen de paiement non compatible avec les nouveaux circuits de paiement le 1^{er} février 2016 ;
- les moyens de règlements utilisés dans le cadre du télépaiement (mode de paiement où lors de la transaction, les intervenants sont en relation par moyen télématique) comme le **titre électronique de paiement** (TEP) et le **télévirement référencé** (TVR). Dans le premier règlement, le débiteur signe une autorisation de débit au titre du TEP et l'adresse à son créancier qui la fait suivre au guichet domiciliaire. Le créancier émet ensuite le TEP pour recouvrement après accord exprès par communication d'un code débiteur, signifié par voie télématique ou téléphonique. Le TVR permet d'effectuer un paiement interbancaire et de notifier au créancier une référence lui permettant ensuite de faire une mise à jour de ses comptes clients ;
- le **VCOM (virement commercial mobilisable ou virement commercial à échéance)**, lancé en 1997, existe sous deux formes : le VCOM finançable (moyen de financement) ou non finançable (moyen de paiement). Trois étapes caractérisent la réalisation d'un VCOM non finançable : 1) le client transmet à sa banque à J-N par télétransmission une liste de paiement à effectuer à l'échéance J. Il comprend le montant, la date d'échéance, la référence détaillée des factures réglées, le nom et l'adresse du fournisseur ; 2) la banque envoie à chacun des fournisseurs (à J-N+2) une lettre d'avis informant du virement à échéance. La banque a donc deux jours pour informer le fournisseur ; 3) le jour J, la banque envoie un avis de débit à son client et procède à un virement vers la banque du fournisseur. Le fournisseur reçoit ensuite un avis de crédit de sa banque. Ce moyen de paiement tend à se développer de plus en plus car il offre de nombreux avantages : 1) la sécurité des règlements : le règlement se fait grâce à l'utilisation du virement télétransmis. Toute circulation de papier est supprimée ce qui évite les falsifications de bénéficiaires, les vols ou les fausses signatures. La télétransmission se fait grâce à des protocoles sécurisés

9. La date de débit est incertaine (comme pour les chèques) puis que le débiteur renvoie par courrier son accord.

de type EBICS (cf. chapitre 3, 2.4.) ; 2) une plus grande maîtrise des dates de valeur. L'acheteur peut mieux gérer la date de débit puisqu'il initie lui-même le mouvement. Le fournisseur, qui accepte ce mode de règlement à la place des effets, évite d'avoir à suivre les échéanciers d'effets, et si le VCOM remplace les chèques, il n'est plus dépendant du système d'acheminement du courrier pour recevoir le paiement ; 3) un coût raisonnable, puisqu'il est de l'ordre de 1,25 à 1,50 euros par virement ; 4) une réduction des tâches administratives pour le client : le procédé évite le pointage qui, dans les autres modes de paiement, est nécessaire pour rapprocher les avis de paiement transmis par la banque et les factures à payer ; 5) une réduction des tâches administratives pour le fournisseur : il évite de nombreuses relances puisque le fournisseur est prévenu des paiements à venir.

Notons cependant que le VCOM prive le fournisseur de répartir les paiements au sein des différentes banques et que les banques proposent le VCOM à une clientèle de bonne qualité puisqu'elles s'engagent en quelque sorte pour le compte de leur client, en annonçant un paiement à venir. Enfin, il n'est accessible que pour des paiements en France.

Le développement de technologie numérique sans contact ou de reconnaissance des porteurs permet désormais d'intégrer des fonctions de paiement aux ordinateurs et aux téléphones et de modifier l'utilisation des cartes bancaires traditionnelles, voire de les remplacer dans certains cas.

2.2. La révolution SEPA

L'European Payments Council (EPC) est un organisme créé en 2002 pour instaurer l'Europe des paiements, ou Single Euro Payments Area (SEPA). L'objectif de ses travaux est de permettre à chaque particulier ou entreprise d'émettre ou de recevoir de la même façon avec le même niveau de sécurité et le même coût partout en Europe. La zone SEPA concerne les 28 pays de l'Union européenne auxquels s'ajoutent Monaco, la Suisse, la Norvège, le Liechtenstein, l'Islande et Saint-Marin.

De nouveaux modes de paiement remplacent les modes de paiement nationaux :

- Le « **SEPA Direct Débit** » (prélèvement bancaire SEPA) : le **prélèvement bancaire**, établi habituellement sous forme de *prélèvement automatique*, est un transfert de fonds répétitif par l'intermédiaire du système bancaire. Cette opération est remplacée à partir du 1^{er} février 2014 par le SEPA Direct Debit dans 18 pays dont la monnaie est l'euro à cette date. Ceci homogénéise les procédures et permet, pour les clients finaux, la mise en place de prélèvements d'un pays à l'autre dans la limite de l'espace SEPA. Concrètement, le créancier émet son ordre de débit au plus tard 5 jours (s'il s'agit d'une première

opération ou d'une opération ponctuelle) ou 2 jours (pour les opérations récurrentes) avant la date du paiement. À la date prévue, la banque du débiteur transfère les fonds à la banque du créancier. En outre, un champ de 140 caractères est à la disposition du créancier pour inclure un libellé qui sera transmis au débiteur sans altération. « Le débiteur est mieux protégé : il peut ainsi demander à sa banque le remboursement sans condition d'un prélèvement SEPA déjà effectué dans un délai de 8 semaines après l'opération et peut contester un prélèvement SEPA non autorisé jusqu'à 13 mois après la date de l'opération » (source : Banque de France) ;

- Le « SEPA Credit Transfert » (virement SEPA) : il est disponible depuis le 1^{er} janvier 2008 (le paiement se fait sous le code européen IBAN ou BIC et non plus RIB). Le virement SEPA est utilisable pour les transactions libellées en euros, entre deux comptes tenus par des établissements localisés dans l'espace SEPA. Il est exécuté depuis 2012 en 1 jour ouvrable maximum à compter de la réception de l'ordre de virement par la banque du donneur d'ordre, quel que soit son destinataire dans l'espace SEPA (source : rapport annuel 2010-2011 du CCSF). Les autres pays de l'espace SEPA dont la monnaie n'est pas l'euro disposent d'un délai supplémentaire jusque fin octobre 2016 pour migrer.

Les opérations SEPA utilisent les coordonnées bancaires internationales BIC IBAN (cf. paragraphe ci-dessous). Il faut donc saisir les coordonnées BIC IBAN du bénéficiaire pour lui envoyer un virement.

L'**IBAN** (International Bank Account Number) permet une identification homogène des comptes bancaires de tous les pays. Il est reconnu partout dans le monde et identifie, de manière unique, un compte bancaire quel que soit l'endroit où il est tenu. Il comprend une clé de contrôle, un identifiant bancaire domestique (par exemple le RIB pour la France). Le code BIC (Bank Identifier Code), quant à lui identifie, de manière unique, une banque, quel que soit l'endroit où elle se trouve. Il comprend 11 caractères (4 pour le nom de la banque, 2 pour le nom du pays, 2 pour le nom de la ville, et 3 pour définir plus précisément l'agence).

2.3. Les conséquences de la révolution SEPA : le changement de protocole de télétransmission

La transmission des données entre la banque et l'entreprise ainsi que la réalisation de virement SEPA exigent un protocole de transmission spécifique. Le plus connu mais désormais obsolète car il ne permet pas de réaliser de virement « SEPA » était le protocole ETEBAC (Echange TELématique BANque-Client). Il est désormais remplacé par des protocoles standards comme SWIFTNET et EBICS (protocole Internet utilisé sur le marché domes-

tique allemand). Le protocole SWIFTNET permet de télétransmettre des ordres de paiement en France et à l'étranger et ce, dans tous les formats, directement et sans passer par l'intermédiaire des banques. Pour plus de sécurité, il peut être couplé avec un lecteur de carte qui permet la validation des ordres en ligne, ce qui permet de se dispenser de la confirmation papier traditionnelle. Il autorise également la récupération de fichiers tels que les relevés de compte enrichis, les relevés de LCR, les impayés, les avis d'opérés... Le protocole EBICS existe avec deux variantes. Dans le cas d'EBICS T (remplaçant d'ETEBAC 3), le donneur d'ordre de paiement transfère ses fichiers par le canal EBICS et les valide par un autre canal (fax...). Dans le cas d'EBICS TS (successeur d'ETEBAC 5), les fichiers sont signés numériquement avec un certificat électronique avant d'être transférés à la banque. Il n'est plus nécessaire de les valider par un autre canal. Cette dernière variante offre un gain de temps appréciable mais nécessite au sein de l'entreprise une gestion des personnes habilitées à délivrer ce certificat électronique.

Il existe également des protocoles proposés par des banques comme « TransNet » de Bnp Paribas. Par ce canal, le client peut créer, transmettre et valider les remises d'ordres, en suivre le traitement et recevoir les fichiers liés à l'état des comptes.

2.4. Le choix des moyens de règlement et son incidence dans la gestion de trésorerie

Nous distinguerons dans ce paragraphe la présentation des moyens de paiement, de leur utilisation effective par les entreprises.

2.4.1. Les déterminants du choix des moyens de paiement

Le choix des moyens de paiement n'est pas neutre sur la détermination de la trésorerie. Leur utilisation varie selon les **délais** d'encaissement et de décaissement (court ou long, déterminé ou aléatoire), leur **souplesse d'utilisation** (les virements sont parfois automatisés), la **possibilité de mobilisation** (c'est-à-dire d'obtention d'un crédit jusqu'à la date de crédit en compte), le délai de connaissance de l'**impayé**, la **sécurité** (par des échanges informatisés et sécurisés avec la banque par le biais de la transmission sécurisée de type EBICS). Elle est soumise également à des critères telles que la **taille du créancier**, la **nature** (particulier ou entreprise) et la **qualité de la contrepartie**. Le **mode de règlement** retenu a une **incidence sur** la détermination précise du **BFR** et de sa **couverture quotidienne** puisque la date de valeur est maîtrisée avec plus ou moins de certitude. La date de valeur d'un billet à ordre relevé est certaine. Il en est de même pour les virements émis contrairement aux paiements par chèques.

2.4.2. L'évolution des moyens de règlement

L'évolution des moyens de paiement est caractérisée par un fort recul de l'utilisation des chèques et par un net accroissement des paiements par prélèvement. Cependant, la répartition des moyens de paiement calculée en nombre de transactions montre une large place tenue encore par les chèques mais aussi la carte bancaire (61,3 % du nombre de transactions). Les virements ont représenté, en 2010, 17,5 % des transactions contre 16,4 % en 1991. En termes de valeur, ils représentent environ 85 % du montant des paiements en raison d'un montant unitaire moyen élevé qui atteint 7 158 euros. Les virements sont très utilisés dans les transactions interentreprises. Notons également que les télé-règlements, qui peuvent être statistiquement rattachés aux prélèvements, ne représentent quant à eux qu'un volume marginal en nombre de transactions égal à 0,12 % en 2010, mais, d'un montant moyen élevé dépassant 17 000 euros. Cet outil est notamment utilisé par les entreprises pour leur règlement vis-à-vis du Trésor public (tableau 3.6).

TABLEAU 3.6

Pourcentage des moyens de paiement en nombre d'opérations et en valeur

	En montant			En nombre			
	2006	2010	2012	1991	2006	2010	2012
Chèques	10,2	8,4	5,85	56,6	25,6	18,2	15,53
Virements	81,7	83,1	86,64	16,4	17,5	17,3	17,31
Prélèvements	3,2	3,5	4,71	9,2	17,3	19,8	19,62
TIP	0,2	0,2		0,2	1,1	0,8	
Télé-règlement	1	1,4					
LCR/BOR	2,3	1,7	1,28	1,9	0,8	0,6	0,53
Paiement par cartes	1,3	1,7	1,52	15,7	37,6	43,1	46,92
Monnaie électronique	0,1	0		0	0,1	0,2	0,09
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100

Source : Banque de France, SEPI (Service de surveillance des systèmes de paiement et de titres, 2012) et cartographie des moyens de paiement scripturaux, 2013.

2.5. Le positionnement des flux

Le positionnement en valeur de certains flux est facile puisque l'entreprise détermine la **date d'opération** (remises de chèques et des effets à l'escompte, virements émis, retraits et versements d'espèces, remise d'effets à vue ou d'effets brûlants) ou, tout au moins, elle est informée de

la **date de valeur** applicable (remise des effets à l'encaissement pour lesquels la date d'échéance est spécifiée).

En revanche, pour d'autres opérations, la date de valeur est plus délicate à établir, soit par **manque d'informations** émanant de la banque (les virements à recevoir), soit parce que l'entreprise ne connaît pas le **décalage** de transmission au bénéficiaire, voire le délai entre la réception et la remise à l'encaissement (chèques émis, effets domiciliés), soit enfin pour cause d'**insolvabilité** de la clientèle (impayés sur chèques ou effets).

2.5.1. Les virements à recevoir

Les virements à recevoir font l'objet d'un **avis de crédit** envoyé généralement à l'entreprise plusieurs jours après la date de réception des fonds. Cette opération **fausse les soldes** de trésorerie prévisionnels. Une solution simple consiste à demander au banquier d'être informé le jour même de la réception des fonds (généralement au-delà d'un montant convenu à l'avance). Même si le trésorier consultait les relevés bancaires par télétransmission, il ne prendrait connaissance que des virements crédités la veille. Plus précisément, la date de valeur n'est certaine que le lendemain ouvré du jour de la réception des fonds¹⁰.

2.5.2. Les chèques émis

Deux méthodes sont généralement utilisées pour **estimer la date de valeur des chèques émis**¹¹ :

- un suivi individuel pour les chèques d'un montant élevé ;
- une loi statistique pour les « petits » chèques.

1) Le suivi individuel des chèques d'un montant élevé

Le principe consiste à parier sur la date de valeur du prochain chèque après connaissance d'un **historique de plusieurs envois**.

Par exemple, supposons qu'un chèque destiné à la sécurité sociale soit envoyé le 5 de chaque mois. Le trésorier recherchera les dates d'envoi et de valeur de plusieurs chèques déjà adressés à cette administration et déterminera le nombre de jours débitables entre ces deux dates. Pour un **chèque** envoyé le mercredi 19 juin et débité le dimanche 30 juin, le nombre de jours débitables est de 7 dans des conditions standards, c'est-à-dire après suppression des jeudis et vendredis (cf. chapitre 2, 1.1.).

10. « La télétransmission des relevés de compte se fait toujours avec un décalage d'un jour ; les opérations d'un jour j sont récupérables en j+1 ouvrés » selon H. La Bruslerie (de) et C. Eliez, *Trésorerie d'entreprise : gestion des liquidités et des risques*, Paris, Dalloz, 3^e édition, 2012. .

11. cf. J.-P. Roumilhac, *op. cit.*, 1992.

Après avoir déterminé ces éléments et retenu ceux apparaissant comme plausibles, le trésorier **parie sur la date de valeur du prochain chèque en calculant** la moyenne des nombres de jours débitables obtenus (12 jours dans l'exemple figurant au tableau 3.7).

TABLEAU 3.7**Le calcul de la date du pari**

Nombre de jours débitables	Nombre d'observations
10	1
11	3
12	4
13	2
	Total des observations : 10
	Moyenne des nombres de jours débitables : 11,7

2) Les chèques de faibles montants

Le traitement des petits chèques est simplifié. Les dates de débit sont déterminées en appliquant la loi des grands nombres.

À partir d'un échantillon représentatif d'un **historique** de quelques centaines de chèques, il convient de repérer le **pourcentage débité chaque jour après leur date d'envoi**, afin d'en établir une **loi d'éclatement**.

Prenons donc l'exemple d'un trésorier qui souhaite construire une loi d'éclatement en vue de **positionner les débits prévisionnels** de chèques sur la **fiche en valeur**. Il constate que plusieurs centaines de chèques pour un montant global de 300 000 euros ont été envoyés un mercredi (cf. tableau 3.8). Pour la réaliser, il recherche sur les relevés bancaires les montants débités autour de la date d'envoi (3^e colonne du tableau 3.8), calcule les **pourcentages débités quotidiens** (4^e colonne). En arrondissant les blocs par multiple de 5 %, il obtient une loi en jours débitables (5^e colonne).

TABLEAU 3.8**Détermination de la loi d'éclatement à partir des conditions standards**

Dates autour de l'envoi des chèques	Jours	Montant débité	% débité	Loi en jours débitables
j-2	Lundi	0	0	j-2 : 0 %
j-1*	Mardi	0	0	0
j : date d'envoi	Mercredi	0	0	j : 0 %
j+1	Jeudi	45 000	15 %	j+ 1*** : 15 %
j+2	Vendredi	177000	59 %	j+2 : 60 %
j+3	Samedi	0	0	**0 %
j+4	Dimanche	0	0	0 %
j+5	Lundi	25 690	8,56	j+3 : 10 %
j+6	Mardi	29 540	9,84	j+4 : 10 %
j+7	Mercredi	22 770	7,60	j+5 : 5 %
	Total	300 000	100 %	100 %

* Aucun chèque n'a été débité deux jours avant la date d'envoi. Ceci s'explique aisément par le délai d'acheminement du chèque vers le fournisseur. Un chèque envoyé mercredi ne sera encaissé au plus tôt que jeudi (date de valeur : jeudi).

** Les jours non débitables sont samedi et dimanche (cf. chapitre 2, 1.1.). On suppose que la date de valeur est égale à la date de compensation.

*** j+1 = 15 %, signifie que 15 % des chèques seront débités 1 jour débitable après la date d'envoi. Si la date d'envoi était lundi, 30 % des chèques seraient notés sur la fiche en valeur le mardi.

La **date du règlement** (début ou fin de mois), la **nature du partenaire** (fournisseurs ou salariés...) sont des déterminants non négligeables des délais d'encaissement. De ce fait, différentes lois d'éclatement seront appliquées.

Toutefois, si le **nombre de chèques** émis à une même date est **insuffisant** pour en inférer une loi statistique, il suffit d'observer le délai d'encaissement d'une quantité satisfaisante expédiée sur plusieurs jours et de calculer les pourcentages débités à partir de la date d'envoi.

Enfin, en cas de **petits chèques occasionnels**, le trésorier positionnera un montant forfaitaire sur l'ensemble des jours débitables d'un mois. Celui-ci est calculé en rapportant le montant moyen global prévisionnel sur le nombre de jours débitables de cette même période.

Notons cependant qu'il est de plus en plus fréquent que des groupes de taille importante puissent obtenir une date de valeur postérieure à la date de compensation (par exemple, J+1), ce qui lève l'incertitude pesant sur ce mode de règlement.

2.5.3. Les effets domiciliés

Le traitement des effets domiciliés nécessite l'élaboration d'une loi de débit établie selon le principe précédent mais en tenant compte de ces nouveaux paramètres :

- la condition standard étant « veille de présentation de l'effet en compensation », les jours non débitables sont vendredi et samedi ;
- la date J correspond à la date d'échéance.

Vraisemblablement, une proportion importante des effets sera débitée le jour débitable précédant la date d'envoi. En effet, cela correspond au cas le plus fréquent où le fournisseur remet l'effet à l'encaissement en respectant le délai de 6 jours ouvrés. Les dates d'échéance et de compensation coïncident.

2.5.4. Les impayés

Par un suivi historique, le trésorier calculera un **pourcentage moyen** d'impayés sur les remises de chèques et traites.

Remarquons toutefois que l'utilisation des lettres de change magnétiques et de la télétransmission réduit considérablement le délai d'information. Par exemple, on estime à 4 jours ouvrés le délai pour connaître un impayé depuis la dématérialisation des chèques sur le système CORE. Le rejet se fait directement sur le système CORE. La banque tirée fournit dans le mouvement de rejet toutes les informations qui seront nécessaires à la banque remettante pour établir en son nom : les avis ou attestations de rejet, les certificats de non-paiement. En outre, certaines banques proposent la consultation des comptes par Internet avec une actualisation toutes les heures, au lieu d'une par jour auparavant dans le cadre de la télétransmission.

2.6. La réalisation d'une fiche en valeur

La réalisation d'une fiche en valeur répond à plusieurs objectifs :

- montrer le **positionnement des flux** sur une **fiche en valeur** en appliquant, par exemple, les conditions standards ;
- expliquer le travail quotidien du trésorier ;
- présenter les **modifications** sur la fiche en valeur résultant de **nouvelles informations** ou **décisions**.

À titre d'exemple, supposons qu'un trésorier enregistre les mouvements prévisionnels suivants (cf. tableau 3.9) le mardi ou quelques jours auparavant sur une **fiche en valeur**. Cet exemple est volontairement simplifié.

TABLEAU 3.9**Les mouvements prévisionnels notés mardi (avant l'heure de caisse) ou quelques jours précédant mardi***(en milliers d'euros)*

Opérations	Dates utiles au positionnement des flux	Montant
remise de chèques	date de remise : mardi date de crédit : mercredi	1 500
effets remis à l'encaissement (date d'échéance : mardi)	date de remise : samedi de la semaine précédente	800
effets remis à l'encaissement (date d'échéance : mardi)	date de remise : 15 jours précédant l'échéance	1 000
effets remis à l'escompte	date de remise : mardi	500
virement émis	date d'opération : mardi	250
chèque émis d'un montant élevé	date d'envoi : mardi date de débit supposée : mardi prochain	1 200
effets domiciliés	date d'échéance : mercredi	2 000

Les mouvements prévisionnels issus de ces informations et les décisions de trésorerie envisagées au vu des soldes obtenus¹² sont repris dans le tableau 3.11. Les prévisions correspondant aux effets domiciliés sont éclaircies en fonction de la loi de débit présentée dans le tableau 3.10.

TABLEAU 3.10**La loi de débit des effets domiciliés**

J-1	J : date d'échéance	J+1	J+2	J+3
75 %	10 %	5 %	5 %	5 %

12. On suppose que le trésorier ne notera pas d'autres prévisions dans la semaine. Cet exemple est simplifié puisqu'il y aura en réalité de nouvelles prévisions quotidiennes qui affecteront les soldes de la semaine et des jours ultérieurs ainsi que les décisions de placement ou de financement.

TABLEAU 3.11**Les dates de valeur prévisionnelles et les décisions de trésorerie envisagées**

	L	M	Me	J	V	S	D	L	M
Solde initial	1 140	140	0	0	0	0	500	50	0
Chèques			1500						
Effets à l'encaissement						1 000			800
Chèque émis						0			1 200
Effets domiciliés	1 500	200	100	100	0		100		
Virements émis		250							
Solde avant décision	- 360	- 450	1400	-100	0	1000	400	0	- 400
Effets à l'escompte	500								
Placement			1400				350		
Virement banque à banque		+ 310				- 500			+ 400
Solde après décision	140	0	0	0	0	500	50	0	0

Les mouvements certains sont normalement connus avant leur date de crédit en compte. Le trésorier vérifie seulement l'exactitude du montant prévu avec celui réalisé et recherche l'origine de l'erreur qui, théoriquement, ne devrait pas se produire, excepté dans quelques situations précisées dans le tableau 3.12.

TABLEAU 3.12**Les cas de non-rapprochement entre les réalisations et les prévisions et leur traitement**

Origines du non-rapprochement	Traitement
La prévision correspondante à la réalisation n'existe pas.	Établir une prévision pour annuler le mouvement en attente.
La prévision existe mais avec une erreur sur le montant, le compte, la date ou encore le flux.	Modifier la prévision.
La banque traite différemment les écritures (de façon plus ou moins détaillée). Par exemple, le trésorier a noté une prévision de 10 000 euros de remise de chèques alors que les bordereaux correspondants font état de quatre chèques d'un montant unitaire de 2 500 euros.	Plusieurs traitements sont envisageables suivant que le trésorier souhaite conserver le détail des prévisions et/ou réalisations.
Mouvements rejetés pour divers motifs : 1) relevé d'identité bancaire mal paramétré ; 2) enregistrements déjà intégrés ; 3) date de valeur incorrecte...	Correction de la cause du rejet.

L'utilisation d'un logiciel de gestion de trésorerie facilite considérablement la mise à jour de la fiche en valeur et, ce, pour plusieurs raisons.

Premièrement, la **gestion en report (et déport)** des mouvements incertains est **automatique**. Si le montant des réalisations, le jour J, est supérieur aux prévisions antérieures ou du jour, ces dernières sont annulées. Les prévisions postérieures sont diminuées du montant réalisé (*gestion en déport*). En revanche, si les réalisations, le jour J, sont inférieures aux prévisions antérieures ou du jour, l'écart restant entre la réalisation et les prévisions antérieures ou du jour est reporté au premier jour débitable suivant (*gestion en report*).

Deuxièmement, couplées avec un système de connexion bancaire, **les prévisions qui concordent avec les mouvements réalisés de la banque sont automatiquement** assorties de la lettre r et **transformées en « réalisations »**.

Les logiciels de trésorerie les plus récents distinguent **deux niveaux de prévisions**. D'une part, les **prévisions d'origine** pour lesquelles le montant est prévu, mais dont le montant et/ou la date d'opération sont incertains (par exemple, le virement à recevoir dont la date de réception n'est pas connue). D'autre part, les **prévisions confirmées** correspondant à une opération effectuée (émission ou remise de chèques). Tous les matins, à condition de disposer d'un logiciel de télétransmission et d'une carte de

communication aux protocoles de type EBICS par exemple, les réalisations figurant sur les relevés bancaires sont confrontées aux prévisions confirmées puis automatiquement intégrées. Les mouvements soumis à une gestion en report/déport sont également traités. Seules les opérations non rapprochées feront l'objet d'une attention particulière (cf. tableau 3.12).

Afin de gérer la trésorerie en utilisant les fonctionnalités décrites ci-dessus, plusieurs possibilités existent (cf. encadré 3.4) :

- achat d'un progiciel (ex : logiciel Sage FRP Treasury Universe commercialisé par Sage) ;
- service en mode ASP (Application Service Provider) : solution installée chez un hébergeur (de l'éditeur ou choisi par le client) accessible à distance via un portail Internet. Il s'agit d'un contrat de services. Les bases de données peuvent être logées soit chez l'hébergeur (externalisées), soit chez le client (internalisées) (ex : Kyriba est un éditeur de logiciels SaaS (software-as-a-service) pour la gestion de trésorerie. Le **logiciel en tant que service** ou **Software as a Service** (SaaS) est un modèle d'exploitation commerciale des logiciels qui sont installés sur des serveurs distants plutôt que sur la machine de l'utilisateur.
- développement interne : solution sur mesure développée spécifiquement pour l'entreprise.

L'association française des trésoriers d'entreprise (AFTE) a publié en décembre 2012 les résultats d'une étude menée auprès de ses adhérents afin d'établir une cartographie des principaux logiciels utilisés pour la trésorerie. En matière de *cash management*, les éditeurs Sage et Kyriba affichent une suprématie totale. Les deux éditeurs captent **près de 65 % du marché de l'intégration des relevés et compte et échelles d'intérêt** (Sage représentant à lui seul 45 % de ces opérations). On retrouve ces deux éditeurs pour les activités d'**équilibre des comptes et de cash pooling** (cf. chapitre 6) ou encore pour le **calcul des positions quotidiennes de trésorerie et pour les rapprochements de trésorerie** (réalisations et prévisions de trésorerie). « *En matière de gestion quotidienne de trésorerie, les outils Sage sont utilisés par près de la moitié des répondants. L'éditeur Kyriba quant à lui est passé de 1 % en 2006 à près d'un quart en 2011* », indique l'AFTE.

ENCADRÉ 3.4

Progiciel / Saas : le point de vue de quelques professionnels

L'une des raisons qui encouragent les directions financières à opter pour le SaaS, par rapport à un logiciel traditionnel, est que cette démarche leur permet de s'émanciper du contrôle de la direction informatique sur ce thème. Cette dernière a souvent tendance à bloquer l'acquisition d'outils qu'elle ne juge pas prioritaires comme peuvent l'être les projets de développement de l'ERP ou le déploiement d'une solution informatique de production dans des usines par exemple. Mais comme le SaaS est un service qui est facturé en fonction de l'utilisation qu'en font les financiers y ayant accès, il est considéré comme une dépense d'exploitation et non comme un investissement. Dans la plupart des cas, cette distinction permet de ne pas avoir à émettre une demande auprès de la direction informatique, qui est décisionnaire en la matière.

Source : « Direction financière – les logiciels en ligne, une nouvelle solution pour gérer la trésorerie », Option Finance, n°1242, octobre 2013.

Résumé

1. Pour appliquer le principe de trésorerie zéro, la gestion quotidienne des liquidités nécessite de :
 - connaître les flux financiers sur des horizons différents (quotidiens, mensuels, annuels) afin d'optimiser les décisions de placement et de financement ;
 - mettre en place un système de gestion de trésorerie en dates de valeur (dates de débit et de crédit en compte) et non en dates d'opération (dates de l'enregistrement comptable à la banque) dans un document appelé fiche en valeur.
2. Le choix des moyens de paiement a une incidence importante sur la gestion de la trésorerie.
3. Le positionnement de certains flux sur la fiche en valeur contraint le trésorier à réaliser des estimations pour les débits (chèques, effets domiciliés, impayés) ou à demander d'être informé pour les crédits (virements reçus). Selon la nature du débit, différentes méthodes d'estimation sont envisageables : loi d'éclatement, forfaitisation, pari.
4. Si le trésorier dispose d'un logiciel de trésorerie ou d'une application Saas et d'un système de connexion bancaire, les réalisations (informations émanant de la banque) sont rapprochées automatiquement des prévisions (notées sur la fiche en valeur). En cas de rapprochement réussi, la prévision devient automatiquement un mouvement réalisé sur la fiche en valeur. Les prévisions estimées sont automatiquement mises à jour, reportées ou non suivant le montant réalisé. Il s'agit de la gestion en report/déport. Ceci constitue un gain de temps appréciable puisque le trésorier devra uniquement traiter quotidiennement les opérations non rapprochées.

Les décisions et les arbitrages de placement et de financement

Après détermination du solde en valeur des comptes bancaires, le trésorier réalise les **virements d'équilibrage** par transfert des soldes créditeurs vers ceux déficitaires. Bien évidemment, sera prioritaire l'annulation des soldes négatifs des banques où le taux de découvert est le plus élevé. Les **soldes restants** sont **virés** ensuite vers un **compte pivot**. Il est judicieux que ce soit celui **où sont regroupés les mouvements aléatoires** (chèques émis, effets domiciliés...), ceci pour plusieurs raisons. Premièrement, les autres comptes ne regroupant que des mouvements certains devraient être théoriquement exacts. *A priori*, il ne devrait donc pas y avoir d'erreur d'équilibrage. Deuxièmement, si les soldes positifs résiduels (après virement d'équilibrage) sont transférés sur le compte pivot, il pourra y avoir **compensation** totale ou partielle **avec les mouvements incertains** (souvent débiteurs) dont le montant peut s'avérer fortement différent des prévisions. Dans ce cas, il est préférable que le pivot offre le taux de découvert le plus faible.

Le niveau prévisionnel du compte pivot pour un jour J devrait idéalement permettre de **concilier deux objectifs** : (1) *a priori*, **absorber les aléas** sur les encaissements et les décaissements et d'autre part ; (2) *a posteriori*, être égal à zéro¹. Éventuellement, le trésorier laissera volontairement un solde négatif sur le compte pivot, s'il s'attend à recevoir un virement prochainement (cf. encadré 4.1).

1. Les termes *a priori* et *a posteriori* définissent le solde du compte pivot au jour J respectivement avant et après toutes opérations postérieures à cette date et qui auraient une incidence sur sa valeur.

La réalisation d'une telle **structure de trésorerie**, au jour J donné, **résulte de décisions** de placement et de financement **antérieures et successives**. Par exemple, dans les décades précédant J, le trésorier a pu prendre une décision de financement après une visualisation des soldes prévisionnels. Cette décision pouvant être prise pour une durée de plusieurs semaines et pour un montant fixe ne permet pas nécessairement d'atteindre l'objectif souhaité au jour J. Aussi, quelques jours auparavant, le trésorier pourra y remédier par des décisions qui dépendront du caractère provisoire du découvert ou de l'excédent, donc des positions futures, et utilisera éventuellement des placements et financements d'appoint.

Après que nous ayons détaillé l'ensemble des **possibilités de placement et de financement**, ce chapitre sera consacré aux **décisions d'arbitrage** permettant de répondre aux questions suivantes. Est-il préférable de rester en découvert ou d'escompter une traite ? Quel montant optimal doit-on placer ?... Enfin, les possibilités de financement et de placement « d'appoint » seront développées.

ENCADRÉ 4.1

La gestion du compte pivot en découvert

Supposons que la trésorerie d'une société soit structurellement déficitaire de 5 millions d'euros sur les 5 prochains jours. Le trésorier s'attend à obtenir avec certitude sur cette période un virement de 5 Millions d'euros. Il se demande s'il est opportun ou non de gérer le compte pivot à zéro ou en découvert.

1^{er} cas : une gestion du compte pivot à zéro.

Pour mettre à zéro le compte pivot, il mobilisera un crédit de 5 millions d'euros sur 5 jours au taux de 10 %. Le coût du crédit est égal à 6 944 euros (5 millions d'euros \times 0,10 \times 5 / 360).

Le virement va occasionner une erreur de surmobilisation qui fera supporter un coût d'opportunité sur un jour (au minimum) égal à 1 388 euros (5 millions d'euros \times 0,10 \times 1 / 360).

2^e cas : une gestion du compte pivot à découvert.

Le trésorier décide de laisser le compte pivot à découvert (taux annuel égal à 11,5 %). Le virement à recevoir de 5 millions va annuler le découvert au minimum sur une journée. Selon cette hypothèse, le coût du découvert sera calculé sur 4 jours. En négligeant l'incidence sur la commission de plus fort découvert, celui-ci est alors égal à 5 millions d'euros \times 0,115 \times 4 / 360 = 6 388 euros.

Cet exemple montre qu'il est **préférable** de laisser le **compte pivot à découvert**, rejoignant en cela des développements antérieurs (cf. chapitre 1, 2.1.).

1. Les décisions de placement et de financement

La panoplie des placements et financements de trésorerie est assez étendue. Le choix dépend le plus souvent d'une conjugaison de caractéristiques intrinsèques et de plusieurs paramètres propres à l'entreprise :

- le caractère ponctuel ou non de l'excédent (du besoin) de liquidités ;
- la durée minimale du placement ou du financement ;
- le mode de financement : financements intermédiés bancaires ou recours direct au marché ;
- le montant minimal et implicitement la taille de l'entreprise ;
- le taux d'intérêt obtenu ;
- l'origine du besoin de financement (créances commerciales ou non, activités saisonnières, activités internationales...) ;
- les risques associés (liquidité, contrepartie...) ;
- la souplesse d'utilisation (accord de la Banque de France indispensable pour certains financements, possibilité de vendre à réméré ou de *mettre en pension*²...) ;
- la fiscalité.

Parmi ces critères, nous opérons une distinction entre les « **critères barrages** » **inhérents aux produits financiers** (durée, montant minimal, nature du besoin financé) et les **critères déterminés par l'entreprise** dans son choix (taux, risques, souplesse d'utilisation, taille de l'entreprise...). Ces dernières caractéristiques sont secondaires en ce sens qu'elles interviennent dans la sélection finale, une fois que les « critères barrages » ont été satisfaits. Nous présenterons successivement les financements et les placements.

1.1. Les financements de trésorerie

Face à leur **diversité**, nous présenterons les financements existants de façon synthétique, sous forme de tableaux. Ils seront suivis de commentaires à propos de leur utilisation réelle ou de leurs avantages et inconvénients respectifs.

1.1.1. Les crédits de trésorerie ou de mobilisation de créances à court terme

Comme le montre le tableau 4.1, les crédits de trésorerie à court terme, c'est-à-dire d'une **durée inférieure à un an**, présentent des « **critères barrage** » **variés**.

2. Ces derniers termes seront explicités ultérieurement (cf. tableau 4.7).

TABLEAU 4.1

Typologie des crédits de trésorerie à court terme
Les financements à durée minimale ou maximale spécifiée

	DURÉE	AUTRES CARACTÉRISTIQUES
FACILITÉ DE CAISSE	Période très limitée (moins d'un 1 mois)	Utilisée pour répondre aux besoins de financement dus au décalage des entrées et sorties de fonds. Son remboursement est assuré par les rentrées décalées. Elle ne fait pas l'objet d'une convention écrite et elle est révoquée à tout moment par la banque, sans préavis.
CRÉDIT SPOT	De quelques heures à 90 jours	Billet financier émis par l'entreprise à l'ordre de sa banque. N'y accèdent que les entreprises d'une qualité et d'une taille suffisantes (montants généralement supérieurs à 150 000 euros). « L'entreprise utilise à son gré les lignes qui lui sont accordées, selon les conventions passées avec le banquier, par tirage d'un billet ou d'une chaîne de billets à ordre. Il n'y a pas de jours de banque. Les intérêts sont en général calculés sur la durée exacte du crédit, c'est-à-dire jour d'échéance exclu. Le taux servant de base au calcul des intérêts est indexé sur les taux monétaires : TMP, TMM, EURIBOR... Si l'entreprise souhaite effectuer un tirage sur un mois, le coût peut être indexé sur l'EURIBOR 1 mois ou sur l'EONIA. Si le tirage est sur deux mois, la référence sera l'EURIBOR 2 mois... (source : La Bruslerie H. (de) (2012)).
European Commercial Paper	Durée inférieure à 1 an	Titre de créances émis par les entreprises (comme les billets de trésorerie), pour une durée inférieure à 1 an. Le montant minimal est défini par les parties. La notation est obligatoire. Ce titre de créances est géré par le droit anglais.

Les financements selon l'origine du besoin et la durée

	DURÉE -- ORIGINE	AUTRES CARACTÉRISTIQUES
AVANCE EN DEVICES (ETRANGERS) A L'EXPORT	1 semaine à 6 mois maximum -- Créances à l'exportation	Avance des devises étrangères à recevoir. Elle est réalisée dans la devise de facturation d'une exportation et avant son échéance. Les devises obtenues par la banque sont vendues sur le marché des changes et le compte de l'entreprise est crédité en euros afin de couvrir le risque. Elle constitue à la fois un crédit à court terme et une couverture de change (le client payera en devises étrangères l'entreprise, ce qui lui permettra de rembourser la banque). Principe de l'avance en devises afin de couvrir le risque de change : un exportateur qui attend une entrée de devises va réaliser aujourd'hui un emprunt en devises. Il revend immédiatement ces devises sur le marché des changes au comptant. Il rembourse l'avance en devises avec le montant des devises obtenues à l'échéance. Le risque de change est ainsi couvert.
AVANCES EN DEVICES A L'IMPORT	Généralement 3 mois. --- Importations à régler	Avances sur un compte en devises pour le montant des acomptes exigés ou des règlements de factures.

Les financements selon la durée et le montant

	MONTANT -- DURÉE	ÉMETTEURS
BILLETS DE TRÉSORERIE (informations détaillées sur le site internet de la banque de france, concernant la nature de l'émetteur, la domiciliation...)	150 000 euros minimum -- 1 jour à 1an	<p>Nature de quelques émetteurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - entreprises résidentes et non résidentes sous réserve de remplir les conditions de forme juridique, de capital et de contrôle des comptes requises pour procéder à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé et dont le capital social est précisé par décret ; - entreprises d'investissement ; - entreprises du secteur public dès lors qu'elles remplissent les conditions fixées ci-dessus ; - groupements d'intérêt économique et sociétés en nom collectif, composés exclusivement de sociétés par actions... <p>Notation du programme : les émetteurs de Billets de Trésorerie doivent rendre publique une notation de leur programme d'émission, obtenue auprès d'une agence spécialisée figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'Économie ou, le cas échéant, disposer d'un garant bénéficiant d'une telle notation. Sont exemptés de cette obligation :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. les entreprises d'investissement établies dans l'Espace économique européen ; 2. les émetteurs dont des titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Espace économique européen. <p>Domiciliation obligatoire auprès d'un établissement de crédit agréé en France. Taux : libre (fixe, variable...)</p> <p>Procédure d'établissement d'un programme : 1) rédaction d'un document de présentation par la direction financière (information sur les sociétés : son dernier bilan ainsi que, pour les groupes cotés, les dernières informations financières ; les grandes caractéristiques du programme de billets de trésorerie souhaité, comme la taille ; 2) organisation d'une réunion avec la Banque de France, qui supervise ce type de programmes ; 3) une fois l'agrément de la Banque de France reçu, le document de présentation doit ensuite être mis à jour chaque année ou en cas de modification de son plafond d'émission ou d'un changement de note.</p>

Les caractéristiques des financements selon le montant

	CARACTÉRISTIQUES
MOF <i>(multiple options facilities)</i>	Accords bancaires garantissant un volume de crédits pendant plusieurs années. À l'intérieur d'un plafond global, la société choisit certaines formules – prédéfinies – de financement, parfois la devise et la société du groupe qui mobilise le crédit.
CRÉDIT CONSORTIAL	Forme particulière de concours simultanés de plusieurs banques (crédit en pool). Mis en place lorsque le montant est important. Les banquiers s'entendent sur la répartition du montant.

Les financements sous condition d'obtention du crédit spécifié

	CONDITION*	AUTRES CARACTÉRISTIQUES
CRÉDIT RELAIS	Anticiper une rentrée de fonds quasi certaine	Découvert autorisé pendant quelques mois à hauteur de la rentrée de fonds prévue (suite à une émission de titres, une cession d'actifs...).
CRÉDIT DOCUMENTAIRE	Créances à l'exportation	Engagement pris par la banque d'un importateur de garantir à l'exportateur le paiement des marchandises (ou l'acceptation d'une traite) contre la remise de documents attestant de l'expédition et de la qualité des marchandises prévues au contrat. Quelques variantes : 1) Révocable : le banquier peut revenir sur son engagement avant expédition des marchandises. 2) Irrévocable : le banquier ne peut revenir sur son engagement, sauf accord de toutes les parties. 3) Notifié : le banquier de l'importateur est seul engagé. 4) Confirmé : l'engagement du banquier de l'importateur est conforté par un banquier correspondant dans le pays de l'exportateur.

	CONDITION*	AUTRES CARACTÉRISTIQUES
CRÉDIT DE CAMPAGNE	Financement d'entreprises ayant des activités saisonnières	Les supports de crédits sont : 1) les avances en compte courant ; 2) le crédit par billet (le bénéficiaire souscrit un billet à ordre de son banquier qui l'escompte) ; 3) le warrantage (billet à ordre garanti par des marchandises déposées en magasins généraux).
DÉCOUVERT	Éventuellement ouverture de crédit par écriture d'une convention	Crédit en blanc (non garanti par des créances commerciales). L'entreprise peut demander que le montant et la durée du crédit lui soient confirmés. Elle paiera alors la commission de confirmation sur le montant autorisé plus une éventuelle commission de dépassement.
CRÉDIT GLOBAL D'EXPLOITATION	Demande d'autorisation annuelle de découvert	Convention entre l'entreprise et sa banque, par laquelle le banquier s'engage à fournir le financement nécessaire à l'activité de l'entreprise, sous forme d'autorisation annuelle de découvert, à un taux unique négocié. Ce crédit se substitue à toutes les formes de crédits à court terme classiques. Le financement est adossé totalement ou partiellement à des cessions de créances professionnelles loi Dailly et les droits d'utilisation fluctuent en fonction du volume de créances cédées, sans pouvoir excéder l'autorisation définie en début d'année. Réserve aux entreprises « haut de gamme ».
ESCOMPTE EN COMPTE	Détenir des effets escomptables en portefeuille	Les entreprises remettent les traites à leur banque qui calcule un encours escomptable. Lorsque le solde débiteur du compte est inférieur ou égal à l'encours escomptable, il est valorisé au taux de l'escompte (et non au taux du découvert).
CESSION TEMPORAIRE DE TITRES	Détenir des titres de placement	Elle peut avoir lieu sous deux formes développées dans les rubriques des placements : 1) la pension livrée ; 2) le réméré financier.

Les financements par mobilisation de créances

AFFACTURAGE FINANCIER

L'affacturage complet (ou traditionnel) : une société financière appelée *factor* paie immédiatement, moyennant rémunération, les factures émises par son client et acquiert les factures correspondantes. Le factor supporte le risque d'insolvabilité du débiteur et le poursuit éventuellement en justice et se charge de recouvrer la créance cédée. Il n'est donc pas en risque sur son adhérent, mais sur les créances de ce dernier. Le débiteur est informé du transfert de la créance auprès du factor. Le produit classique d'affacturage comprend donc le recouvrement, l'assurance-crédit, le financement.

Deux commissions sont généralement perçues dans l'affacturage complet : 1) commission de prestation représentant à la fois la gestion du poste client et la couverture du risque, variable selon le nombre de factures, leur montant et la qualité du papier cédé, de l'ordre de 0,25 % à 2 % du montant des factures traitées ; 2) commission de financement qui porte sur l'avance de trésorerie et dont la marge est comprise dans une fourchette de 0,40 à 2 %.

Les entreprises supportent également une retenue de garantie destinée à couvrir tout incident de paiement, variant entre 5 et 20 % du montant de la facture. Ce fonds de garantie correspond donc à un pourcentage du montant de la facture que le factor ne règle pas à l'entreprise tant que le règlement par le client n'a pas été effectué. Ce pourcentage peut être renégocié chaque année. Plusieurs variantes :

- **l'affacturage confidentiel** (il peut représenter parfois 30 % de l'activité du factor et il est principalement réservé aux entreprises réalisant un chiffre d'affaires annuel supérieur à 15 millions d'euros) : le débiteur n'est pas informé qu'il règle sa facture au factor alors que l'entreprise relance les clients avec son propre papier à en-tête (discrétion donc). Le factor ne perçoit pas la commission de prestation puisque les entreprises ne délèguent pas la gestion de leur poste client. Les entreprises ne recherchent qu'une solution de financement ;
- **l'affacturage en gestion déléguée** : les débiteurs sont informés de l'intervention du factor et le règlement reste libellé à l'ordre du factor, mais ils l'envoient à l'entreprise qui gère les encaissements et se charge du recouvrement. Ce produit moins coûteux que l'affacturage classique (le service rendu étant moindre) est proposé aux entreprises qui, tout en souhaitant un financement de leurs créances, ne peuvent pas bénéficier de l'affacturage confidentiel (par exemple, davantage réservé aux « gros » clients du factor) ;

	<p>• le « recourse factoring » : technique d'affacturage qui permet de financer des créances sans assurance crédit donnée par le factor. L'entreprise remet en affacturage des créances sur ses clients que le factor lui finance, mais en cas de non-paiement à l'échéance le factor se retourne vers l'entreprise pour se faire rembourser son financement. L'affacturage ne fait l'objet en droit fiscal d'aucune définition légale. C'est la raison pour laquelle cette pratique devait reposer sur un mécanisme attestant le transfert de propriété : le principe de la subrogation (ce n'est pas le cas de la cession Dailly ayant fait l'objet d'une loi). Notons enfin que le factor laisse à la charge de son client l'incidence financière des retards de paiement de son débiteur. Parmi les inconvenients associés à l'affacturage, son coût, le fait d'être à la merci d'une banque, la détérioration des relations avec les clients peuvent être relevés. La délégation de la gestion des créances à la société d'affacturage entraîne une dépersonnalisation de la relation avec les clients et peut avoir un effet négatif sur son volume de vente.</p> <p>Le nombre d'entreprises adhérentes à une société d'affacturage est passé de 11 288 (en 1996) à 20 855 (en 2002) puis 38 935 (en 2013) (source : Association des sociétés financières). Selon l'Association française des sociétés financières (ASF), le montant des créances prises en charge par les sociétés d'affacturage au troisième trimestre 2013 s'est établi à 48 milliards d'euros.</p>
<p>CRÉDIT « LOI DAILLY »</p>	<p>Crédit bancaire octroyé en contrepartie de la cession de toutes les créances professionnelles concrétisé par la remise d'un bordereau signé (et non la remise matérielle des papiers). L'entreprise et la banque signent souvent une convention-cadre indiquant la nature, la périodicité et le cadre des transmissions. Il est utilisé dans deux situations :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) la cession escompte (technique expliquée ci-dessus permettant d'obtenir un crédit) ; 2) la cession à titre de garantie : (technique de garantie d'un crédit consenti par ailleurs à l'entreprise). <p>Dans le crédit « loi Dailly », trois formes de bordereau sont envisageables :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) le bordereau simple. Dans cette formule moins coûteuse et la plus pratiquée, le débiteur n'est pas informé de la cession et paye son créancier originaire. Sur la facture sera précisé l'intitulé du compte du débiteur détenu auprès de la banque propriétaire des créances. Le risque de fraude est important pour la banque puisque l'emprunteur peut mobiliser plusieurs fois la même créance auprès d'établissements différents ; 2) le bordereau avec notification de la cession au débiteur cédé : le débiteur se libère de la dette en payant exclusivement la banque propriétaire des créances et peut opposer à la banque toutes les exceptions qu'il aurait pu opposer au cédant ; 3) le bordereau avec acte d'acceptation de la cession par le débiteur : dans ce cas, il ne peut plus opposer les exceptions à la banque propriétaire des créances.

MCNE (mobilisation de crédit né sur l'étranger)	Crédits destinés aux exportateurs (sous forme d'effets) d'un montant équivalent à ceux octroyés à leurs clients étrangers. Le délai de règlement des créances n'excède pas 6 mois (18 mois pour les biens d'équipement). Les marchandises doivent avoir quitté le sol français. Crédit en euros (l'entreprise encourt donc un risque de change). La mise en place se fait par un billet financier accompagné d'un bordereau de cession de créance Dailly (à titre de garantie), de la facture, des documents douaniers (pour les exportations hors Union européenne) ou des documents d'expédition (pour les livraisons au sein de l'Union européenne).
---	---

Les financements par mobilisation de créances (suite)

ESCOMPTE COMMERCIAL	<p>Opération de crédit par laquelle un fournisseur de crédit, l'escompteur (le plus souvent une banque) avance au crédit, titulaire d'une créance à terme (le porteur), le montant de celle-ci, contre son transfert de propriété, moyennant rémunération et sous réserve d'encaissement à l'échéance.</p> <p>Crédit de trésorerie fournissant la meilleure garantie à la banque car elle peut choisir entre deux recours :</p> <p>1) le recours de droit commun : la convention d'escompte ayant prévu que l'opération se réalise sous « réserve d'encaissement », la banque se fera rembourser par son client en contrepassant l'écriture sur le compte courant de celui-ci et restituera l'effet à son client ;</p> <p>2) le recours cambiaire : la banque bénéficie d'un recours contre le tiré (à condition qu'il ait accepté l'effet). La banque exercera elle-même le recours cambiaire contre ceux qui ont signé l'effet (le tiré). Il n'y aura pas de contrepassation. Ce recours repose sur l'inopposabilité des exceptions (par l'acceptation, l'effet devient un engagement de payer déconnecté de la prestation commerciale. Le tiré ne peut pas invoquer un litige sur la prestation pour ne pas payer à la banque). Il demeure des exceptions qui restent opposables comme les vices de forme, l'incapacité du signataire ou la fausse signature. Pour pouvoir agir directement contre le tiré, la banque n'est pas tenue de démontrer l'insolvabilité de l'emprunteur. Remarque : le principe de l'inopposabilité des exceptions ne joue pas entre le fournisseur et son client.</p>
CMCC (crédit de mobilisation des créances commerciales)	<p>L'entreprise présente à la banque un dossier faisant état de l'importance du chiffre d'affaires et des délais de paiement consentis aux clients. Au vu de ce dossier, la banque consent un encours de crédit à l'entreprise. Les créances garantissant le crédit ne sont pas détaillées. L'entreprise souscrit un billet à ordre au profit de la banque à concurrence du montant de l'encours de crédit. Pas de cession des créances au profit de la banque.</p>

**LA
TITRISATION
DE
CRÉANCES**

« La "titrisation" est une technique financière qui consiste à obtenir un financement en cédant des actifs à une entité *ad hoc*. Celle-ci finance l'acquisition des actifs par l'émission de titres sur le marché des capitaux. Le paiement des sommes (principal et intérêts) dues sur ces titres est assuré au moyen des flux de trésorerie générés par les actifs cédés. La titrisation de créances s'apparente aux différents procédés de mobilisation de créances (escompte, cession Dailly, affacturage...) à la différence que le financement résulte d'une émission de titres sur le marché des capitaux. Réservée tout d'abord aux établissements financiers, son utilisation a été étendue aux entreprises industrielles et commerciales en 1998.

La technique financière de la titrisation présente les intérêts suivants :

- diversifier les sources de financement ;
- réduire les coûts de financement ;
- transférer totalement ou partiellement des risques liés aux actifs cédés aux investisseurs ;
- "améliorer" la présentation du bilan : le refinancement des actifs permet de réduire les besoins en fonds de roulement et plus largement les capitaux engagés comptabilisés au bilan ».

(source : Banque de France – direction des entreprises – Référentiel des Financements des Entreprises – Novembre 2010).

La titrisation permet à l'entreprise d'augmenter ses lignes de financement court terme sans modifier ses relations avec ses partenaires bancaires : 1) pour les entreprises de création récentes, dans le cadre d'une reprise, qui n'ont pas de lignes de financement par escompte ou Dailly, la titrisation apporte une ligne de financement essentielle pour la trésorerie de l'entreprise ; 2) pour les entreprises qui ont déjà des lignes bancaires (escompte, Loi DAILLY, MCNE), la titrisation permet d'augmenter ses lignes en complément des lignes bancaires déjà accordées. La titrisation s'adresse aux entreprises, PME, PMI, TPE, profession libérale. Avec la titrisation il n'y a pas d'engagement annuel de cession de créances. La titrisation permet de financer deux ou plusieurs clients. L'interposition de l'entité de mobilisation constitue la différence entre cette technique de mobilisation et les techniques classiques telles que la cession Dailly. Ce ne sont pas directement les créances de l'entreprise cédante qui sont rendues négociables, mais les titres émis par le véhicule juridique de mobilisation.

1.1.2. L'utilisation des crédits de trésorerie

Les tableaux précédents mettent en avant que le choix parmi les crédits de trésorerie ou de mobilisation des créances dépend souvent, à la fois de la durée et du montant (de la facilité de caisse pour des montants limités et quelques jours... à l'affacturage pour des montants plus élevés et une durée plus longue). La présentation plutôt exhaustive des crédits de trésorerie dans le paragraphe précédent ne doit pas masquer le fait que certains financements concernent en définitive peu d'entreprises (cf. encadré 4.2 concernant les billets de trésorerie), la réalité concernant leur utilisation réelle. Depuis 2002, les principaux financements de trésorerie sont les avances en compte courants débiteurs puis l'affacturage, l'escompte et la cession Dailly. Cependant, comme le montre le tableau 4.2, les concours bancaires courants ont tendance à diminuer dans l'endettement total de l'entreprise, en particulier pour les PME. Doit-on voir dans ces statistiques, un resserrement du crédit à court terme lié au contexte de crise ou aux nouvelles contraintes bancaires ? Ceci semble être une tendance confirmée par cet article de la revue *Option Finance* paru en mars 2014. « Représentant un encours de 171 milliards d'euros en janvier dernier, d'après la Banque de France, les crédits de trésorerie ne cessent en effet de reculer : - 3,9 % sur un an en novembre, - 4,9 % en décembre et - 3,4 % le mois suivant. Une tendance qui touche principalement les PME, et qui ne serait pas exclusivement liée, quoi qu'en disent les établissements bancaires, à une diminution de la demande. En ce qui concerne les financements de court terme, il est faux de dire que les banques manquent de dossiers, signale Stéphane Cohen, vice-président du conseil régional de l'ordre des experts comptables Paris Ile-de-France. Nous voyons plutôt un nombre croissant d'entre elles qui refusent de reconduire les lignes de découvert existantes ». Un sentiment confirmé par les statistiques. Le niveau d'obtention de nouveaux crédits de court terme par les PME est ainsi passé, toujours selon la Banque de France, de 74 % au troisième trimestre 2013, à 68 % lors des trois derniers mois de l'année. Cette évolution conduit certains spécialistes en financement à déclarer qu'il existe bel et bien, aujourd'hui, un problème de crédit bancaire... » Cependant, d'autres alternatives impliquant des établissements financiers semblent rencontrer un succès grandissant afin d'obtenir davantage de liquidités (cf. encadré 4.2 concernant « la supply chain finance »).

ENCADRÉ 4.2**La « supply chain finance » : un moyen d'obtenir des liquidités**

Depuis quelques années, la croissance faible et la crise financière, mondiale ou européenne, ne cessent de mettre en péril la vie des entreprises. Le « Crédit Crunch » autrement dit, le ralentissement de l'octroi de crédit par les établissements financiers est une des causes de cette situation. Les directeurs financiers, dont le rôle au sein des organisations devient de plus en plus stratégique, se concentrent dès lors sur l'optimisation des besoins en fonds de roulement, la gestion des liquidités, des paiements et des risques. Dans ce contexte, ils cherchent donc des sources alternatives de financement.

La Supply Chain Finance, une réponse au Crédit Crunch ?

Selon une récente étude, 75 % des principales banques européennes estiment que les perspectives de croissance dans la SCF restent solides voire très solides (source Demica). La Supply Chain Finance (ou SCF pour financement de la chaîne d'approvisionnement) a le vent en poupe et semble être une des réponses à la crise des liquidités. Tous les acteurs du tissu économique, les entreprises en recherche de sources alternatives de liquidités, les banques moins enclines à prêter, et les fournisseurs dont le BFR (Besoin en Fonds de Roulement) est souvent amputé par les délais de règlement de leurs factures, l'ont bien compris.

Quels sont les bénéficiaires de la SCF ?

Dans un programme de SCF, 3 acteurs sont concernés : l'acheteur, le fournisseur et la banque. Ils s'entendent pour rationaliser les flux financiers qui lient l'acheteur à ses fournisseurs et favoriser la productivité de la « chaîne ». Concrètement, c'est une relation « win-win », car :

- cela limite le risque de contrepartie pour l'acheteur (risque de défaut du fournisseur) et permet d'améliorer la productivité globale et le résultat financier de l'acheteur ;
- le fournisseur est payé sans délai par la banque pour les biens et/ou services qu'il a fournis à l'entreprise. Sa trésorerie s'en trouve améliorée ;
- l'acheteur dispose d'un délai plus long pour payer le solde final de la facture. Il extrait ainsi de la liquidité supplémentaire piégée dans son bilan.

Vous l'avez compris, limiter l'impact de la crise (du crédit et des liquidités) est aujourd'hui un enjeu majeur pour les entreprises. La maîtrise des flux financiers pour faire face à la concurrence du marché, la maîtrise des coûts et l'optimisation des marges fragilisent les fournisseurs (baisse des prix, allongements des délais de paiement) et donc les acheteurs. La Supply Chain Finance permet d'assurer la fluidité des informations liées aux flux financiers et contribue ainsi à la flexibilité de la chaîne tout entière en s'attaquant aux carences de financement ou d'accès aux informations financières.

Source : « Le "Crédit Crunch" et le boom de la Supply Chain Finance ! : Comment les entreprises et les banques s'organisent pour faire face à la crise (des liquidités) ? » E. Poloniato, Les Echos, avril 2012.

TABLEAU 4.2**Part des concours bancaires courants en pourcentage dans l'endettement**

	1998	2012
PME	24,8	11,6
ETI	28,2	10,7
Grandes entreprises	20,6	14,7
Ensemble	24,8	12

Source : Banque de France, statistiques, 2013.

ENCADRÉ 4.3

Les chiffres clés 2013 du marché français des billets de trésorerie et les conséquences de la notation pour les ETI (entreprises de taille intermédiaire)

79 entreprises actives.

52,6 milliards d'euros d'encours à fin juillet.

Maturité moyenne des titres compris actuellement entre 110 et 120 jours.

Taille de marché minimale du programme : 250 millions d'euros.

Conséquence de la notation pour les ETI

« Depuis 2009, les programmes de billets de trésorerie doivent obligatoirement être notés, explique Muriel Nahmias, associée chez Bfinance. Cette condition peut certes être levée, mais cela implique que l'entreprise soit cotée en actions, ou qu'elle ait des obligations listées, ou encore qu'elle bénéficie de la garantie d'une entité disposant elle-même d'un rating, comme sa maison mère. Ces modalités excluent donc d'emblée l'essentiel des ETI. » Certes, ces dernières peuvent désormais plus facilement solliciter une note grâce au développement d'agences spécialisées sur leur segment. Mais le coût de telles solutions peut se révéler décourageant. En effet, les tarifs peuvent osciller entre **30 000 et 70 000 euros**. Un investissement conséquent qui, en outre, ne suffit généralement pas aux entreprises pour placer leurs titres auprès des investisseurs les plus présents sur le marché des billets de trésorerie. « Les fonds monétaires qui sont les plus demandeurs de billets de trésorerie doivent investir, pour des raisons réglementaires, dans des actifs bénéficiant d'une notation A1-P1 ou A2-P2 », rappelle Laurent Giovanetti. Et le plus souvent, ils délaissent les émetteurs non notés par « commodité ». Or sans préjuger du niveau des notations qui pourraient être obtenues, il n'est pas certain que la démarche, relativement lourde, consistant à se faire noter par une ou plusieurs agences soit compatible avec les ETI.

Source : « Financement : les ETI s'intéressent aux billets de trésorerie », Option Finance, n° 1236, septembre 2013.

1.1.3. Quelques précisions concernant les crédits de mobilisation de créances

Les crédits de trésorerie obtenus par mobilisation de créances les plus utilisés sont, par ordre décroissant d'utilisation, l'affacturage, les **crédits par escompte commercial**, puis les **crédits « loi Dailly »** et enfin les **CMCC**. Ce classement s'explique par les avantages et inconvénients respectifs de ces financements de trésorerie (cf. tableau 4.4). Le tableau 4.3 apporte également quelques précisions quant au mode juridique et aux garanties offertes qui peuvent expliquer également ce classement dans leur utilisation.

TABLEAU 4.3

Synthèse des caractéristiques des crédits de mobilisation de créances

	OBJET DE LA MOBILISATION	MODE JURIDIQUE ET PRATIQUE	RECouvreMENT	GARANTIES POUR LA BANQUE OU LE FACTOR
LCR Papier	Créances individuelles sous forme de traites acceptées ou non	Cession de l'effet de commerce représentatif de la créance	Par les soins de la banque	Le tireur est solidairement responsable du paiement en cas de défaillance du tiré.
LCR magnétique	Créances regroupées sur support magnétique ou par télétransmission	Escompte de l'ensemble des créances regroupées	Par les soins de la banque	Aucune garantie
Affacturage	Ensemble des créances clients	Subrogation	Par le factor	Subrogation du factor dans tous les droits attachés à la créance
Crédit de mobilisation des créances sur l'étranger	Créances sur l'étranger	Escompte d'un billet à ordre regroupant les créances	Par les soins du créancier	Garantie par la COFACE
CMCC	Total des créances sur client France, hors secteur public	Escompte d'un billet à ordre regroupant les créances	Par les soins du créancier	Aucune garantie
Bordereau DAILLY (cessions)	Ensemble des créances professionnelles nées ou à naître y compris extracontractuelles (créances fiscales – crédit de TVA...)	Escompte du montant du bordereau	Par les soins du créancier	Garantie du recouvrement de la créance par le créancier cédant.

TABEAU 4.4

**Les avantages et inconvénients de l'escompte, du CMCC, du crédit
« loi Dailly » et de l'affacturage**

	AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS
CMCC par rapport à l'escompte	<p>Avantages : Le CMCC permet d'éviter le minimum d'agios par effet et d'obtenir un crédit d'un volume supérieur.</p> <p>Inconvénients :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Il n'y a pas de transfert de propriété des créances, ce qui enlève certaines garanties attachées à l'escompte*. Le corollaire sera un coût plus élevé. 2. Formalisme important : afin d'éviter que le bénéficiaire n'escompte une deuxième fois ces créances, il doit être déclaré pour agrément à la Banque de France.
Loi DAILLY par rapport à l'escompte ou le CMCC	<p>Avantages : Il procure à l'emprunteur une base de financement beaucoup plus large que l'escompte ou le CMCC puisqu'il est utilisable quel que soit le mode de règlement (virement, chèque, LCR...) et pour toute créance professionnelle.</p> <p>Inconvénients :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Lourdeur de la procédure : double contrôle assuré par le banquier, du bordereau de chaque créance (échéance, règlement) et du bénéficiaire bancaire du règlement. 2. Risque pour le banquier de « surfinancer » l'entreprise par rapport aux créances réelles ou de financer des créances fictives.
Affacturage financier par rapport à l'escompte	<p>« Par rapport à l'escompte, le factor a des garanties supérieures du fait de ses procédures internes. Le factor peut apprécier la qualité de l'organisation de l'adhérent avant d'accepter un contrat, ainsi que la réalité des prestations des créances acheteurs, en procédant par sondage » (source : Banque de France, février 2002).</p> <p>Le factor n'a pas en principe de recours contre l'adhérent en cas de défaillance du débiteur (alors que la banque a un recours de droit commun contre le tireur en contrepassant l'écriture).</p>
Cession DAILLY par rapport à l'affacturage	<p>Dans la cession Dailly, la ligne est plafonnée et révisée chaque année. En affacturage, le financement est déplafonné.</p> <p>Dans la cession Dailly, il n'y a pas de recouvrement des créances. La loi Dailly, même notifiée, ne s'occupe pas du recouvrement et de la gestion des factures alors que dans l'affacturage complet, la gestion complète des créances est incluse.</p> <p>Dans la cession Dailly, il n'y a pas d'assurance crédit. En cas d'impayés, la créance sera débitée du compte de l'entreprise.</p>

Depuis 2000, l'affacturage financier est le deuxième moyen de financement (après le découvert). Plusieurs raisons peuvent justifier l'intérêt pour l'affacturage qui ne semble pas faiblir (cf. encadré 4.4) :

- la mise en place d'un financement immédiat (et systématique en contrepartie de la cession des créances) ;
- la négociation de lignes bancaires d'autant plus facile que le factor, appartenant au même établissement financier, délivre des avances sur les créances client. L'affacturage rassure les autres banques qui sont

moins réticentes à accorder des crédits à court terme, puisqu'elles sont certaines du paiement d'une partie au moins des créances ;

- la fourniture de renseignements sur les clients, notamment sur sa solvabilité ;
- le coût du financement parfois inférieur à celui de l'escompte ;
- la réduction du caractère aléatoire des prévisions de trésorerie ;
- l'affacturage allège la présentation du bilan lors de la clôture des comptes (réduction du poste client), ce qui peut permettre d'optimiser la capacité d'emprunt ;
- la garantie contre les risques des impayés (l'assurance-crédit est également un élément clé de la gestion du poste client (cf. encadré 4.4)).

ENCADRÉ 4.4

L'assurance-crédit : un moyen d'obtenir des crédits bancaires

Au-delà de la prévention du risque, l'assurance crédit est également de plus en plus recherchée par les entreprises dans le cadre du financement de leur poste client. En effet, les banques, soumises aux **contraintes de Bâle 3**, restreignent l'octroi de crédits court terme aux entreprises. En s'assurant crédit, les entreprises sécurisent leurs créances, ce qui rassure leurs partenaires bancaires. Atradius leur propose ainsi sa solution Credit Power. Cette nouvelle solution de financement et de gestion du poste client, disponible depuis le mois de mai, utilise la technologie du **cloud computing*** : « Elle met en relation l'entreprise avec Atradius pour l'assurance crédit et ses éventuels partenaires financiers, tels que les banques ou les factors, explique Yves Poinsoot. Ces derniers reçoivent en temps réel des informations sur les couvertures offertes par Atradius. Ils peuvent ainsi y adosser sans risque leur financement ».

Source : « *Le risque client : priorité absolue des entreprises* », Option Finance, n°1223, mai 2013.

* Cloud computing : Selon la définition du National Institute of Standards and Technology (NIST), le *cloud computing* est l'accès via un réseau de télécommunications, à la demande et en libre-service, à des ressources informatiques partagées configurables.

ENCADRÉ 4.5**Commentaires récents de professionnels de l'affacturage**

Pour les grands comptes, « la syndication de factors est devenue une alternative aux crédits de trésorerie syndiqués des banques. L'affacturage est en effet un encours qui bénéficie de la garantie des créances clients. Les actifs pondérés aux risques sont donc moindres que dans un crédit bancaire classique. En conséquence, les entreprises peuvent, dans le cadre de ces contrats, faire une demande d'encours plus importante ». L'intervention en syndication de factors tend ainsi à se développer, notamment pour CGA, Crédit Agricole Leasing & Factoring et Natixis Factor, acteurs référents sur ce marché.

À l'instar des grandes entreprises, **le TPE et les professionnels** sollicitent également de plus en plus les factors. D'ailleurs, les factors positionnés sur ce segment de marché enregistrent tous une croissance du nombre de leurs nouveaux clients. « Nous avons entre janvier et septembre de cette année, augmenté de près de 50 % le nombre de nos nouveaux contrats auprès des professionnels ». **Contrairement au découvert bancaire également largement plébiscité par les entreprises, l'affacturage ne nécessite pas de garanties spécifiques en dehors de la qualité des créances qui sont cédées.** Il s'agit d'une offre de financement court terme structurée qui s'inscrit dans la durée et qui est très rapide à mettre en place ». Un atout non négligeable alors que les trésoreries **des PME et ETI** se tendent et que les banques semblent de moins en moins prêtes à prendre des risques. La plupart des factors constatent d'ailleurs que le recours à l'affacturage pour ces entreprises est davantage porté par un besoin de financements court terme (pour un ajustement de trésorerie, le paiement de commandes exceptionnelles, le financement du besoin en fonds de roulement, le paiement des charges sociales, etc.) que par la nécessité de sécuriser leur poste clients. Natixis Factor, de son côté, développe une nouvelle offre pour les PME, baptisée Essentiel. Elle s'adresse aux entreprises qui réalisent jusqu'à 3 millions d'euros de chiffre d'affaires et propose une tarification forfaitaire en fonction du montant des créances cédées. Le forfait démarre ainsi à environ 500 euros pour moins de 100 000 euros de créances cédées par mois.

Toutefois, si l'affacturage devient de plus en plus une alternative aux crédits bancaires court terme, ce produit reste largement plébiscité pour ses vertus de sécurisation du poste client, particulièrement à l'international... La gestion des créances des clients export est donc un poste stratégique auquel l'affacturage apporte des solutions. Les prestataires présents sur ce marché, proposent en effet de garantir les créances contre les impayés, de procéder à leur recouvrement et bien entendu de les financer.

Source : « Affacturage : une alternative aux crédits bancaires court terme », Option Finance, n°1244, novembre 2013.

1.1.4. Les crédits par signature

Les crédits par signature permettent de différer les décaissements ou d'accélérer certaines rentrées de fonds et sont accordés sous forme de cautions. La banque peut aussi s'engager en acceptant des effets de commerce ou en les avalisant : crédit par acceptation ou par aval (engagement de garantir la bonne fin des effets escomptés revenus impayés). Le banquier ne peut revenir sur son engagement et, ce, quelle que soit l'évolution de la situation de son client. L'engagement résulte obligatoirement d'un écrit. Le banquier qui s'engage par signature est subrogé dans les droits du créancier bénéficiaire de la caution. Une fois qu'il a honoré les engagements de son client, il bénéficie donc des droits du bénéficiaire de l'engagement. Dans le contexte actuel de crise, comme le précise l'encadré 4.5, les cautions sont de plus en plus difficiles à obtenir.

LES CAUTIONS (quelques exemples)

Différer le paiement

	ÉMETTEURS
CAUTION / OBLIGATIONS CAUTIONNÉES	Dans certains cas, l'administration fiscale admet que le reversement de cette TVA soit différé de 4 mois au plus avec, toutefois, pour condition que ce différé de paiement soit cautionné par une banque. Au cas où l'entreprise serait défaillante, le Trésor public se retournerait contre la banque.
CRÉDIT D'ENLÈVEMENT	Possibilité pour un importateur d'enlever des marchandises sans avoir à attendre la liquidation (calcul) des droits de douane à condition de fournir une caution bancaire.

Éviter les décaissements

	ÉMETTEURS
CAUTIONS D'ADJUDICATION ET DE BONNE FIN	Si une entreprise veut participer à des chantiers de travaux commandés par l'État ou les collectivités locales, elle devra apporter des garanties dont la plus importante est la caution d'adjudication et de bonne fin. Cette caution signifie que, d'une part (adjudication) le banquier garantit le sérieux de l'entreprise adjudicataire et, d'autre part (bonne fin) qu'elle est à même de mener dans de bonnes conditions le chantier à sa fin. Cette caution évite à l'entreprise de déposer des fonds en garantie lorsqu'elle se portera candidate à l'adjudication.
CAUTIONS EN MATIÈRE DE DROITS DE DOUANE ET TVA	À condition de fournir une caution bancaire, une entreprise peut être dispensée de payer des droits de douanes ou la TVA sur des produits importés devant être réexportés.

LES ACCEPTATIONS OU AVALS

Afin de faciliter à son client, soit la livraison de marchandises, soit l'octroi de crédit par un confrère, le banquier peut accepter (ou avaliser) un effet de commerce tiré par son client en s'engageant de ce fait à payer à l'échéance.

Exemple d'acceptations ou d'avalis

	ÉMETTEURS
FACILITÉ POUR LA CONSTITUTION DES STOCKS	Pour permettre à son client de s'approvisionner en bénéficiant de la confiance de ses fournisseurs, le banquier pourra accepter (ou avaliser) un effet tiré par le vendeur que ce dernier soit situé à l'étranger ou qu'il réside en France.

ENCADRÉ 4.6

Les cautions financières les plus utilisées dans un contexte de raréfaction

- Cautiion de restitution d'acompte : elle garantit à l'acheteur étranger que les acomptes versés lui seront remboursés si les travaux ne sont pas effectués.
- Cautiion de bonne garantie : elle couvre les vices de construction ou d'entretien pendant la période se situant entre la réception provisoire et la réception définitive des travaux.
- Cautiion de bonne exécution : la banque prend l'engagement de payer au créancier de l'entreprise une somme en cas de mauvaise exécution des prestations.

« Entre les établissements qui n'en accordent plus et ceux qui en octroient moins, il est devenu très difficile, aujourd'hui, d'obtenir des cautions bancaires, alors même que celles-ci ne nécessitent aucun financement ». Ce constat, formulé par Xavier Ombredanne, directeur des financements, de la trésorerie et des relations investisseurs d'Eiffage, est partagé par de nombreux responsables financiers de sociétés opérant dans le BTP ou de groupes industriels. Une situation préoccupante car les cautions sont généralement exigées par les donneurs d'ordres dans le cadre d'un appel d'offres. Comme pour les financements traditionnels, les banques justifient cette tendance par les changements réglementaires. « Dans l'état actuel des textes Bâle 3, les nouveaux ratios bancaires vont exiger des allocations de fonds propres plus importantes pour des lignes de caution ou garanties, et parfois similaires à celles appliquées aux crédits tirés, explique Pascal Chauvel, responsable mondial de la banque commerciale chez Crédit Agricole CIB. Par conséquent, leur délivrance pourra contraindre certains établissements à réaliser des arbitrages entre différentes activités et, dans certains cas, à favoriser des activités à meilleur rendement sur fonds propres ».

Source : « Entreprises : comment améliorer ses relations bancaires ? »
Option Finance, n° 1225, juin 2013.

1.2. Les différents placements de trésorerie

Les différents placements de trésorerie sont présentés également selon la nature de leurs critères barrières (durée et montant).

1.2.1. Présentation des placements à court terme

Depuis 2005, la France autorise les banques à rémunérer les comptes courants. Quand le solde du compte est positif, l'entreprise perçoit une rémunération qui dépend du montant et de la durée mais surtout du taux. Toutes les banques n'offrent pas une rémunération des comptes courants. Seules certaines banques rémunèrent les dépôts : Allianz Banque, la Banque Barclays, la Caisse d'Épargne, la BPE... En avril 2014, les taux bruts de rémunération des comptes courants varient entre 0,20 % (Caisse d'Épargne Rhône Alpes) et 1 % (BPE, Axa Banque) (source : www.panora-banques.com). Cette rémunération est moins soumise à des restrictions contrairement aux dépôts à terme et aux titres de créances négociables.

Le **dépôt à terme** est un contrat conclu entre un déposant et une banque. Celle-ci rémunère une somme placée à un taux librement négocié entre les deux parties pendant une période convenue à l'avance et pour un montant d'un millier d'euros au minimum. Les dépôts à terme ne comportent aucun risque, ni en capital, ni en rendement. Mais, les contrats peuvent prévoir des pénalités en cas de sortie anticipée. Ce dépôt s'effectue sur un compte spécial appelé compte à terme³. Il existe également des dépôts à terme à taux progressifs pour une durée minimale de placement. Quelques exemples sont donnés dans le tableau 4.5.

3. Les virements automatiques au sein d'un même établissement d'un compte à vue vers un compte à terme sont autorisés. Mais tout virement du compte à terme vers le compte à vue doit faire l'objet d'une demande expresse de leur titulaire.

TABEAU 4.5**Quelques exemples de dépôts à terme à taux progressif**

Banque	Caisse d'Épargne		Crédit Agricole	
Produit	Captio Prestance	Capciel	Grandito Classique	Grandito Abonné
Durée de placement	3 ans	10 ans	3, 5 ou 7 ans	5 ans
Périodicité	Semestrielle	Annuelle	Annuelle	Annuelle
Minimum	1 500 euros	1 000 euros	100 euros	10 euros
Maximum	Illimité	Illimité	Illimité	5 000 euros
Taux garanti	(nc)	(nc)	(nc)	(nc)
Banque	BNP Paribas	Crédit Mutuel (1)	La Banque Postale	LCL
Produit	Potentiels 1,2,3 ans	Tonic Croissance	Toniciel Croissance	Compte à terme Fidélité
Durée de placement	3 ans	2, 3, 5, 8 ou 10 ans	2, 3 ou 5 ans	de 2 à 8 ans
Périodicité	Annuelle	Trimestrielle	Semestrielle	Annuelle
Minimum	30 000 euros	150 euros	1 500 euros	1 000 euros
Maximum	Illimité	Illimité	Illimité	Illimité
Taux garanti	Par année : 0,65 %, 1,40 % et 2,40 %	Taux moyen de 1,60 % (2 ans) à 2,75 % (10 ans)	(nc)	Taux moyen de 1,02 % (2 ans) à 2,49 % (8 ans)

Relevé réalisé en septembre 2014.

Source : cbanque.com

Les **titres de créances négociables** (TCN) sont des titres émis **au gré de l'émetteur, négociables** sur un marché réglementé, et représentant un droit de créance pour une **durée déterminée**. Leurs **dénominations** changent **selon la nature de l'émetteur** (cf. tableau 4.6). Celui-ci les introduit sur le marché monétaire en continu ou au « robinet » (contrairement à un emprunt obligataire, souscrit obligatoirement en intégralité pour une période limitée). Ils sont négociables, c'est-à-dire théoriquement cessibles à tout moment⁴ sur un marché secondaire. Le **montant minimal** est égal à 150 000 euros et la **durée** obligatoirement comprise **entre 1 jour et 1 an** (excepté pour les bons du Trésor à taux fixe et les bons à moyen terme négociables d'une durée supérieure à un an). Les TCN et dépôts peuvent

4. Selon la nature de l'émetteur, le risque de liquidité sera plus ou moins important.

faire l'objet de **placements structurés**, comme le montre l'encadré 4.6 suivant. Mais leur utilisation reste négligeable.

Le tableau 4.7 présente les **autres placements de trésorerie** en fonction de leurs contraintes ou critères barrages spécifiques.

TABLEAU 4.6**Les caractéristiques des TCN***

DÉNOMINATIONS	CARACTÉRISTIQUES
BISF (Bons des Institutions Financières Spécialisées)	Les institutions financières spécialisées sont notamment le Crédit national, le Crédit foncier, le CEPME. Marché moins liquide que les CDN.
BSF (Bons des Sociétés Financières)	Les sociétés financières sont les sociétés de crédit immobilier, de financement des télécommunications, de caution mutuelle... Risque de signature.
BTF (Bons du Trésor à taux Fixe)	Durée de 13, 26, ou 52 semaines. Montant non réglementé (en pratique 150 000 euros).
CDN (Certificats de Dépôts Négociables, en euros ou en devises)	Le CDN est une reconnaissance de dépôt effectué auprès d'un <i>établissement de crédit</i> . Ce qui le différencie d'un dépôt à terme, outre le délai et le montant, c'est l'existence d'un marché secondaire pour les CDN déjà émis.
BT (Billets de Trésorerie, en euros ou en devises)	Risques de <i>liquidité et de contrepartie</i> . Nature des émetteurs stipulée dans le tableau 4.1.
BMTN (Bons à Moyen Terme Négociables)	Durée supérieure à 1 an. Les émetteurs sont les établissements de crédit et les entreprises remplissant certaines conditions.

* Pour les personnes morales, fiscalité de droit commun applicables aux produits d'exploitation (plus-values et revenus). La nature des émetteurs est notée en italique.

TABEAU 4.7**Typologie des placements en fonction de leurs critères barrières****Les placements à durée minimale spécifiée**

PLACEMENTS	DURÉE	AUTRES CARACTÉRISTIQUES
BONS DE CAISSE	Durée supérieure à un mois	Billets à ordre émis le plus souvent par un établissement de crédit en représentation d'un emprunt. Rémunération variable selon la durée (1 mois minimum). Sur le bon, figurent la somme souscrite, la durée du placement, les conditions de rémunération et les pénalités encourues en cas de remboursement anticipé.
REPORT EN BOURSE	Durée du placement égale à 1 mois	Sur le marché avec le compartiment SRD (service de règlement différé), l'investisseur ayant acheté des actions qu'il ne souhaite pas payer disposera des liquidités suffisantes pour reporter sa position jusqu'à la prochaine échéance, grâce à un prêt octroyé par une entreprise. Cette dernière, disposant d'une trésorerie excédentaire, bloquera ses fonds auprès d'une société de bourse pendant 1 mois.

Les placements d'un montant minimal spécifié

PLACEMENTS	MONTANT	AUTRES CARACTÉRISTIQUES
CONTRATS DE GESTION AUTOMATISÉE DE TRÉSORERIE	Un montant minimum variable suivant l'établissement bancaire doit être atteint	L'entreprise dispose au sein d'un même établissement bancaire d'un compte à vue et d'un compte-titres. Des Sicav sont achetées (revendues) dès que le solde à vue est supérieur (inférieur) à un certain seuil.

Les placements avec condition d'obtention différente de la durée et du montant supposés négociables

PLACEMENTS	CONDITION D'OBTENTION	AUTRES CARACTÉRISTIQUES
ESCOMPTE POUR PAIEMENT ANTICIPÉ	Obtenir cette proposition du fournisseur	Placement très rentable (cf. encadré 4.7)
AVANCES EN COMPTE COURANT À UNE AUTRE ENTREPRISE	Être société d'un Groupe	Le placement auprès d'une société du groupe a l'intérêt d'être particulièrement souple quant à la variation quotidienne du montant. Lorsque le groupe dispose d'un établissement financier (cf. chapitre 6), celui-ci reçoit souvent les dépôts et les replace auprès d'autres sociétés du groupe ou sur le marché monétaire.

La présentation des placements sans critère « barrage »

PLACEMENTS	PRÉSENTATION DES PLACEMENTS
<p>OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières)</p>	<p>Les OPCVM comprennent :</p> <p>1) les Sociétés d'Investissements à capital variable ;</p> <p>2) les Fonds communs de placement (FCP). Les parts vendues sont payées dans un délai de 5 jours après le calcul de la valeur liquidative, celle-ci n'étant pas calculée tous les jours comme pour les Sicav. Les FCP sont donc moins intéressants pour une gestion à très court terme. Les OPCVM sont répartis en 18 groupes :</p> <p>1) OPCVM actions françaises ; 2) OPCVM actions de la zone euro ; 3) OPCVM actions internationales ; 4) OPCVM obligations en euros ; 5) OPCVM obligations internationales ; 6) OPCVM diversifiés ; 7) OPCVM actions des pays de la communauté européenne ; 8) OPCVM fonds à formule 9) OPCVM fonds alternatifs 10) OPCVM monétaires ; 11) OPCVM monétaires à court terme ; 12) OPCVM fonds d'investissement de proximité ; 13) OPCVM fonds commun à risque 14) OPCVM fonds commun d'investissement sur les marchés à terme ; 15) OPCVM fonds commun de placement à innovation ; 16) OPCVM Fonds immobilier ; 17) OPCVM fonds garantis ou assortis d'une protection ; 18) OPCVM fonds de multigestion alternative. Notons une distinction opérée depuis juillet 2011 par le CESR Committee of European Securities Regulators (CESR) entre les OPCVM « monétaires » et les OPCVM « monétaires à court terme ». Pour entrer dans l'une ou l'autre de ces deux catégories, les OPCVM doivent répondre à des critères de sensibilité au risque de taux, de maturité maximum des titres, de liquidité du portefeuille et de niveau de risque de crédit. En particulier : la WAM (weighted average maturity) sert à mesurer la sensibilité du fonds aux variations des taux d'intérêt du marché monétaire et ne doit pas excéder 60 jours pour les fonds monétaires de court terme et 6 mois pour les autres fonds monétaires. La WAL (weighted average life) est fixée à 120 jours pour les « monétaires à court terme » et 12 mois, pour les autres fonds monétaires.</p>
<p>PRÊTS EN DEVISES</p>	<p>Un prêt (ou un emprunt) en devises est concevable, adossé ou non à des mouvements commerciaux. Sans adossement, l'entreprise prêtera des fonds en devises en espérant un taux d'intérêt supérieur à celui du franc français, une forte revalorisation de la devise.</p>

PLACEMENTS	PRÉSENTATION DES PLACEMENTS
PENSION LIVRÉE	<p>Une société possédant des titres et ayant un besoin de liquidités mettra en pension ses titres contre les liquidités d'un prêteur. Pour ce dernier, la pension livrée constitue donc une forme de placement : il prend en pension des titres moyennant rémunération. Cette possibilité est aussi intéressante pour une entreprise ayant une trésorerie structurellement excédentaire, sauf sur quelques périodes. Elle peut réaliser un placement alternatif plus avantageux de longue durée et mettre en pension ses titres (TCN, obligations...) à court terme en cas de déficit de trésorerie.</p> <p>Même s'il n'y a pas de barrage spécifié pour utiliser la pension livrée, l'opération la plus courante est de plusieurs dizaines de milliers d'euros et souvent d'une durée d'un mois. En outre, il y a livraison et transfert en pleine propriété des titre-supports et contrairement au réméré financier, l'accord est irrévocable.</p> <p>La pension livrée présente des avantages indéniables pour l'emprunteur : 1) l'absence de durée minimale (contrairement par exemple aux billets de trésorerie) ; 2) le coût moins élevé et une plus grande facilité à trouver des capitaux (en contrepartie d'une cession temporaire d'obligations) comparativement à l'émission d'un billet de trésorerie ou à la négociation d'un crédit spot.</p>
RÉMÉRÉ FINANCIER	<p>Une vente à réméré est une vente de titres en pleine propriété (obligations le plus souvent) assortie d'une option de rachat exerçable par le vendeur pendant une période ne pouvant pas excéder 5 ans. Le vendeur à réméré obtient immédiatement des liquidités. L'acheteur à réméré obtient la propriété des obligations (et des coupons qui lui sont attachés) ainsi qu'une indemnité résolutoire en cas d'exercice de l'option. Sur le marché français, l'option de rachat a toujours été exercée. Cette technique est depuis 1995 supplantée par la pension livrée, qui dispose d'une plus grande sécurité juridique.</p>

ENCADRÉ 4.7**L'escompte pour paiement anticipé :
un très bon placement de trésorerie**

Une réduction du prix peut être accordée si le paiement est réalisé au comptant au lieu de l'utilisation du crédit proposé. Si les termes de la vente sont de 2/15 net 60, cela signifie :

2 => taux de remise si le paiement est comptant ;

15 => nombre de jours pendant lequel la réduction est consentie ;

60 => nombre de jours de crédit.

Le client obtient 2 % de remise s'il règle l'achat dans les 15 jours ; sinon, il a encore 45 jours pour régler son achat.

En supposant que le client accepte de payer sous quinze jours, à quoi correspond l'avantage consenti par le fournisseur en le traduisant sous la forme d'une offre de crédit au taux annualisé ?

En obtenant la remise, il paye 980 au lieu de 1 000. Il paye donc 1 euro pour 1 000/980 facturé, c'est-à-dire 1,020 facturé. En supposant que le client attende le dernier jour pour utiliser l'une des deux possibilités, le client a donc le choix entre payer 1 euro le 15^e jour ou payer 1,020 le 60^e jour. Le client peut donc payer plus pendant 45 jours.

Du point de vue du fournisseur, cette possibilité de recevoir 1,020 plutôt que 1 euro existe durant 45 jours. À quel taux le fournisseur devrait-il placer 1 euro pour recevoir 1,020 au bout de 45 jours ?

$$(1+x)^{\frac{45}{365}} = 1,020 \Rightarrow x = 1,020^{\frac{365}{45}} - 1 = 17,42\%$$

Il faudrait placer au taux de 17,42 %. Ainsi, une politique permettant une réduction de 2 % pour le paiement au comptant ou un délai de 45 jours supplémentaires pour le règlement définitif est équivalente à l'offre d'un crédit au taux annualisé de plus de 17 %.

Si l'on se place du point de vue d'une entreprise en situation d'excédent, elle a intérêt à accepter le montant de la remise pour un paiement comptant de certains fournisseurs, car il serait difficile d'obtenir un placement de trésorerie aussi avantageux.

1.2.2. Les critères de choix des moyens de placement

La présentation très synthétique retenue dans les tableaux précédents conduit à produire d'autres commentaires pour éclairer le lecteur sur la **stratégie** attachée au **choix** de ces moyens de placement.

La gestion des excédents dépendra de la durée mais également du caractère fluctuant de l'excédent (cf. encadré 4.8) ainsi que du risque accepté (tableau 4.8). Notons cependant que dans l'article de l'encadré 4.8 datant de 2002, sauf cas particulier (relaté dans l'encadré suivant), il convient de relativiser désormais fortement l'attrait des SICAV de trésorerie à court terme. En effet, l'écart est positif entre la rémunération des dépôts à vue et celle des SICAV monétaires. Depuis juillet 2013, en moyenne, les taux

des OPC monétaires sont inférieurs à ceux des dépôts à vue. Par exemple, en septembre 2014, le taux des OPC monétaires est de 0,12 % et celui des dépôts à vue, de 0,15 % (source : Banque de France, stat info, septembre 2014).

En outre, le choix de la durée du placement n'est pas systématiquement adossé à la durée probable de l'excédent. Elle peut varier en fonction des anticipations du trésorier quant à l'évolution des taux d'intérêt, même si cela n'est pas sans risque. Par exemple, en cas d'anticipation de baisse des taux, le trésorier peut opter pour des obligations (ou des titres de créances négociables) à maturité plus longue que la durée probable de l'excédent. Il espère, lorsqu'il revendra à l'échéance, que la baisse des taux aura permis d'augmenter le cours des obligations (le cours variant en sens inverse par rapport à l'évolution des taux d'intérêt). Il obtiendra ainsi une plus-value qui s'ajoutera au taux de ce placement. De plus, il est possible de bloquer par avance la rentabilité d'un placement ultérieur. Il s'agit donc de réaliser un placement à terme dont les conditions financières sont fixées dès maintenant (cf. chapitre 5).

TABLEAU 4.8

Quelques exemples de placements à risques limités (sur les intérêts versés, sur le capital...)

<p>PLACEMENTS SANS RISQUE EN CAPITAL ET RISQUE LIMITE SUR LA PERFORMANCE</p>	<p>Fonds monétaires « réguliers » (par exemple, OPCVM de trésorerie régulière) surperformant légèrement le taux du marché. Immobilisation des fonds de 3 à 6 mois avec un montant minimal de souscription très faible.</p> <p>Produits structurés garantissant le capital plus un certain pourcentage de l'EURIBOR avec parfois utilisation de la gestion alternative (techniques ayant par exemple pour objet de profiter d'anomalies (cas des arbitrages d'obligations convertibles), de capter l'accélération de la tendance haussière ou baissière d'un indice (gestion type trend following). Durée du placement de 3 à 18 mois selon le rendement recherché et un montant minimal de souscription de 3 millions d'euros.</p> <p>Ex. : fonds monétaires dynamiques diversifiés sur les obligations convertibles en actions.</p>
---	--

PLACEMENTS GARANTISSANT SEULEMENT LE CAPITAL	<p>Fonds indiciels : le portefeuille est investi en obligations produisant un rendement à taux fixe ou variable et ce rendement est ensuite échangé par le biais d'un swap contre la performance d'un indice (indice CAC 40). Fonds pariari sur le rebond des actions.</p> <p>Durée du placement de 12 mois minimum et seuil minimum de souscription de 20 000 euros.</p> <p>Les placements structurés : ces produits fondés sur l'utilisation de supports classiques (dépôts, CDN ou BMTN) combinés à des produits dérivés (swaps et options) permettent à l'entreprise de placer un montant déterminé sur une certaine durée (un an par exemple), avec la garantie de récupérer à l'échéance le montant investi assorti d'une rémunération fonction de l'évolution d'un sous-jacent choisi à l'origine.</p>
PLACEMENTS AVEC RISQUE SUR LE CAPITAL	<p>Produits sur mesure de type « corridors » ou à base de dérivé de crédit.</p> <p>Produits qui misent sur des sous-jacents choisis selon les anticipations du trésorier à propos d'une donnée économique (taux de change, taux d'intérêt) ou du marché du crédit dérivé. Les fluctuations du sous-jacent sont fixées au départ et ces produits versent une surrémunération en fonction du nombre de jours pendant lesquels le sous-jacent reste à l'intérieur des bornes décidées initialement.</p> <p>Seuil minimum : plusieurs millions d'euros</p>

Source : , « De nouveaux produits pour doper votre trésorerie », Option finance, n°738, mai 2003, p. 22.

Dans le contexte actuel de très faible rémunération et de crise, les placements sécurisés et plus rémunérateurs (en allongeant la durée du placement) sont recherchés par les trésoriers (cf. encadré 4.9). Toutefois, les groupes soumis aux normes IFRS sont également intéressés par des placements à très court terme, qui leur permettent d'afficher un moindre endettement net. En effet, les positions qu'elles détiennent doivent être inscrites à leur bilan. Or, certaines d'entre elles peuvent, à l'instar de la trésorerie disponible, être déduites de l'endettement brut, permettant ainsi de faire baisser l'endettement net. Conformément à la norme IAS 7, un placement est considéré comme tel dès lors qu'il s'inscrit sur du court terme, qu'il est liquide, qu'il est facilement convertible en un montant connu de trésorerie et qu'il demeure peu volatil. Les OPCVM monétaires correspondent à ces caractéristiques.

ENCADRÉ 4.8**La gestion des excédents de trésorerie**

L'excédent de trésorerie peut se décliner suivant plusieurs profils en fonction de sa localisation, de sa provenance et de sa destination.

La **trésorerie courante**, logée dans la société d'exploitation, se distingue par son caractère fluctuant. Elle assure l'interface entre les règlements des clients et le paiement des fournisseurs, et les charges récurrentes qu'elle doit payer (salaires, loyers...). Elle sera donc placée à court terme, car elle doit être immédiatement mobilisable. La **sicav de trésorerie régulière** constitue le support idéal¹. Les sociétés de gestion d'OPCVM ont développé une offre complète presque toujours nette de frais d'entrée et de sortie...

La **trésorerie stable** a pour vocation d'assurer un règlement, à terme fixe comme l'IS, ou en fonction des opportunités comme l'achat de matériel ou de matières premières. De ce fait, la durée d'investissement s'étagera entre un mois et un an, et permettra une plus grande diversité dans les supports. Outre les sicav de trésorerie régulière, on pourra s'intéresser alors aux **sicav de trésorerie dynamique**... En cas d'anticipation de baisse des taux, il conviendra de ne pas négliger les placements à taux **fixe** tels que les comptes à terme ou les certificats de dépôt. Si le volume global de trésorerie le permet, on pourra diversifier son placement par l'achat de produits structurés. Comme tous les produits issus de salle des marchés, un montant minimal de placement est exigé et la garantie de capital presque toujours assurée à l'échéance. Ces produits sont nets de frais d'entrée, de frais de gestion et de droits de sortie, et visent à proposer des rémunérations attractives qui sont assujetties à certaines hypothèses. Le risque étant que, si l'hypothèse n'est pas confirmée, la rémunération soit réduite sur la période. Si on anticipe la **stabilité** d'un indice, des taux ou d'une devise, on choisira des produits à barrière. Si on anticipe la **baisse ou la hausse** de ces mêmes indices, on choisira des produits à indexation, ou produits moyennés. La **trésorerie de type trésor de guerre** est souvent issue de remontées de dividendes. On la rencontre généralement dans des structures de type holding. Les périodes d'immobilisation acceptables franchissent alors plusieurs exercices pour se positionner dans une logique patrimoniale. Dans cette perspective, une exposition au risque des actions sera envisageable via une gestion déléguée, définie conjointement avec le gérant. Enfin, la trésorerie doit s'analyser par son poids relatif dans l'activité. On évitera qu'elle déséquilibre les masses bilancielles, et surtout on prendra soin de le comparer avec le TRI de la société pour juger de sa pertinence.

Source : «Entreprises : comment gérer au mieux vos excédents de trésorerie ? », Option Finance, n°692, juin 2002.

1. À relativiser avec le commentaire noté dans le texte.

ENCADRÉ 4.9**L'évolution du recours des placements de trésorerie**

« La tendance actuelle au sein des sociétés n'est clairement pas à la prise de risque, constate Joseph Pinto, responsable marketing et de la stratégie d'investissement chez AXA IM. Depuis la crise, de plus en plus de conseils d'administration et de directions générales demandent à leurs trésoriers d'investir dans des produits considérés comme très sécurisés. Notre offre monétaire présentant un profil de risque prudent rencontre donc un réel succès auprès de cette clientèle ». Toutefois, le prix à payer pour cette sécurité réside dans un rendement très limité, souvent compris entre 0,05 % et 0,10 % au-dessus de l'EONIA. Des niveaux que les fonds monétaires à court terme peuvent difficilement dépasser en raison des contraintes réglementaires. En effet, ces derniers ont l'obligation d'être investis dans des actifs disposant des meilleures notations possibles, c'est-à-dire A1-P1 et A2-P2. Or, les émetteurs affichant un tel profil ne sont pas très nombreux en Europe. En outre, la durée de vie moyenne pondérée du portefeuille ne doit pas excéder 120 jours et les titres doivent afficher une durée de vie maximum maximale de 397 jours. Autant dire que les marges de manœuvre des gérants sont pour le moins réduites !

Or, les faibles rémunérations offertes par les OPCVM monétaires à court terme ne sont pas neutres pour les entreprises. « Même si nous empruntons, aujourd'hui, à des taux relativement bas, le fait que notre trésorerie ne nous rapporte rien rend le coût de portage significatif », signale ainsi le directeur financier d'une ETI cotée. Cette situation conduit donc certains trésoriers à modifier leurs critères d'investissement. Un assouplissement qui porte, en premier lieu, sur la durée de leurs placements. « Pour obtenir davantage de rendement, les trésoriers n'ont pas d'autre choix que de placer leurs liquidités sur des horizons plus lointains car, naturellement, les rendements proposés augmentent à mesure que la maturité progresse, indique Thomas Prince, responsable de la gestion monétaire chez Groupama AM. Ainsi, aujourd'hui, c'est principalement entre le « six mois » et le « un an » qu'il est possible d'obtenir des coupons intéressants et une pente exploitable ».

Source : « *Placements de trésorerie : recherche rendement désespéré* », Option Finance, n°1228, juillet 2013.

Notons le cas particulier du reverse factoring (ou affacturage inversé) qui se développe de plus en plus et permet aux fournisseurs d'accroître le montant des excédents pouvant être placés (cf. encadré 4.10). Le reverse factoring consiste, pour une entreprise (dénommée entreprise cliente ou débiteur cédé), à proposer à ses fournisseurs une solution d'affacturage pour leurs portefeuille de créances. Les fournisseurs sont payés immédiatement par une banque ou un factor, en échange d'un escompte accordé sur le montant de leurs factures. L'entreprise cliente et le factor signent une convention de partenariat tandis que les fournisseurs signent un contrat d'affacturage simplifié.

Le fonctionnement courant du reverse factoring se déroule selon les étapes suivantes :

1. Les fournisseurs (français ou étrangers) envoient leurs factures à l'entreprise cliente.
2. L'entreprise cliente transmet à la société d'affacturage (le factor) les factures des fournisseurs qui ont autorisé leur transfert, et les informations nécessaires au suivi des risques.
3. La société d'affacturage règle immédiatement les fournisseurs après déduction de l'escompte pour paiement comptant.
4. Le factor reverse l'escompte obtenu à l'entreprise cliente qui le rémunère en retour (taux de commission de service déterminé en fonction des caractéristiques de l'entreprise).
5. L'entreprise cliente paie à échéance les factures des fournisseurs au factor, selon un délai préalablement convenu (source : Banque de France, direction des entreprises, référentiel des Financements des Entreprises).

ENCADRÉ 4.10

L'affacturage inversé : une relation gagnant-gagnant

Apparu il y a une dizaine d'années sous l'impulsion des enseignes de la grande distribution, le marché de l'affacturage inversé a enregistré une croissance de 40 % pour atteindre 5,8 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2010, soit 4,5 % du marché global de l'affacturage.

Avec le reverse factoring, ce sont les acheteurs qui nous sollicitent pour mettre à la disposition de leurs fournisseurs – qui le souhaitent – un système pour être payés par anticipation. » Les fournisseurs volontaires n'ont alors qu'à signer une convention de cession de créances, qui va autoriser le factor à financer les factures validées comme bonnes à payer par le donneur d'ordres, déduction faite de la remise d'escompte accordée à l'acheteur. À l'échéance, le factor reçoit le paiement du donneur d'ordres, majoré par les intérêts prévus pendant la période d'encours.

Dans un programme de reverse factoring, sur le papier, tout le monde est gagnant. Le factor se rémunère via les commissions de services et de financement. La première englobe l'assurance-crédit, la gestion de la comptabilité clients, la relance des factures... Elle est calculée en fonction du volume de chiffre d'affaires cédé, du nombre de fournisseurs qui participent au programme, des coûts induits par l'externalisation éventuelle de la gestion du poste fournisseurs... Elle oscille entre 0,1 % et 0,7 %, soit un peu moins que dans l'affacturage traditionnel. La commission de financement, elle, varie entre 0,5 % et 1 %, en fonction de la structure financière et de la qualité de l'acheteur, ainsi que de la volumétrie cédée. « Pour le donneur d'ordres, le calcul est en général vite fait. Si l'on considère que l'EURIBOR 3 mois navigue autour de 1,5 %, auquel vous ajoutez une marge financière de 2 %, l'acheteur devra s'acquitter d'une commission de financement de 3,5 % l'an. Si dans le même temps, il négocie 1 % par mois d'escompte pour paiement comptant, cela équivaut à un taux d'intérêt de 12 % l'an... » Et comme la différence encaissée ne constitue pas un produit financier (puisque elle est assimilée à de la marge du chiffre d'affaires), on comprend mieux pourquoi les acheteurs

commencent à s'intéresser à ce dispositif. « D'autant que le reverse factoring ne modifie pas la structure d'endettement. À partir du moment où les dates d'échéance sont respectées, le poste fournisseurs relève toujours de la dette opérationnelle, ce qui impacte positivement les ratios d'endettement. » Afin d'optimiser son besoin en fonds de roulement (BFR), Conforama a initié un programme de reverse factoring en partenariat avec Eurofactor. « Notre volonté n'était pas de fournir cette solution à tous nos fournisseurs, Nous avons volontairement orienté notre programme de reverse factoring vers ceux qui payaient comptant et pesaient le plus sur notre bilan. Aujourd'hui, grâce à ce dispositif, huit fournisseurs restent payés au comptant et, de notre côté, nous ne réglons leurs factures à Eurofactor qu'à 60 jours nets, conformément à la loi LME. Ce qui nous permet de neutraliser l'effet cash... »

Au-delà de l'intérêt financier, l'acheteur peut aussi, à travers un programme de reverse factoring, pérenniser la relation avec ses fournisseurs stratégiques, de manière à s'assurer un approvisionnement régulier.

Côté fournisseurs, le reverse factoring a aussi des arguments à faire valoir. « Qu'un client comme EDF pense à la société SAM (PME sondages, auscultation, et maintenance de la banlieue toulousaine) pour intégrer un tel dispositif, c'est un signe de reconnaissance que nous apprécions, insiste-t-il. C'est aussi une opportunité de raccourcir les délais de paiement et donc de diminuer notre BFR. Sur le plan pratique, rien ne change. J'envoie toujours mes factures à EDF et il me suffit de me connecter sur la plateforme mise à disposition par BNP Paribas Factor pour demander en quelques clics un paiement anticipé sous 48 heures. Si je ne demande rien, la facture est réglée à la date d'échéance. »

Source : Reverse factoring : quelle utilité pour les PME ?, DAF Magazine, n°5, avril 2012.

2. La présentation des décisions d'arbitrage

La prévision de la structure de trésorerie sur un horizon de plusieurs semaines est souvent insuffisante pour prendre sans calcul une **décision financière optimale**, tant **les caractéristiques des placements et des financements** sont **variées**... Le trésorier arbitrera entre **deux options** présentant chacune ses propres avantages et inconvénients :

- pour une **structure de trésorerie** globalement **excédentaire**, il pourrait être confronté au choix entre d'une part, des **placements d'un montant peu élevé mais fréquents** donc mieux ajustés aux prévisions de trésorerie et, d'autre part, **des placements plus durables, d'un montant plus élevé** mais à un taux **plus rémunérateur**, entraînant éventuellement un découvert sur quelques jours. En définitive, il arbitrera entre les intérêts obtenus sur des placements courts limitant les excédents de trésorerie et les intérêts d'un placement moins adapté en termes de montant ou de durée, en tenant compte des **coûts de transaction** (droits d'entrée et de sortie), voire d'éventuels découverts. Dans le contexte actuel d'un écart de taux très faible selon la durée (cf. encadre 4.12), cette décision d'arbitrage perd de son intérêt ;

- pour une **structure de trésorerie déficitaire**, le trésorier doit **arbitrer** entre un **financement parfaitement ajusté** à la trésorerie, le découvert, et un **financement moins adapté** en termes de montant et de durée, mais pour lequel le **coût est moindre** (mobilisation de créances avec par exemple l'escompte de traites, crédit *spot*...).

À titre d'illustration, deux exemples d'arbitrage entre placements et financements sont développés dans les paragraphes suivants.

2.1. Les arbitrages entre les placements

Seules les entreprises disposant d'une structure de **trésorerie structurellement excédentaire** sont confrontées à ce choix, dans le but de **maximiser la rentabilité** de leurs placements. Pour un même niveau de risque, deux déterminants fondamentaux justifient la rémunération plus élevée d'un placement : 1) un montant important ; 2) une durée plus longue.

Si le placement retenu est par exemple un dépôt à terme (un CDN), le trésorier devra déterminer le montant (la durée), une durée minimale d'un mois (un montant minimal de 150 000 euros) étant imposé.

Les **CDN, moins bien adaptés** à la structure de trésorerie existante en termes de durée, ont cependant un taux de rentabilité supérieur, en moyenne, à celui des Sicav monétaires. Par exemple, le taux de rentabilité moyen annualisé fin février 2014 était de 0,289 % pour les Sicav monétaires (le taux EURIBOR 3 mois servira de repère pour le rendement estimé des sicav monétaires), alors que le taux à l'émission des CDN était de 0,19 %, 0,32 %, 0,41 % pour des durées respectives de 1, 3 et 6 mois.

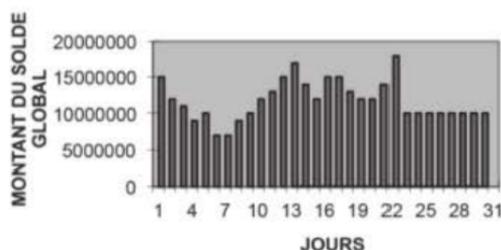
Une **simulation** s'avère souvent **indispensable** pour déterminer la **solution optimale**. Prenons l'exemple d'une firme dont la trésorerie est structurellement excédentaire sur le mois à venir, comme le montrent le tableau 4.9 et la figure 4.1. Les taux de rentabilité des Sicav et des CDN sont respectivement de 0,2 % et de 0,3 % et, compte tenu de son niveau de risque, l'entreprise supporte un taux de découvert de 8 % (le taux de base bancaire est de 6,60 % depuis 2001). Le trésorier hésite entre deux décisions pour cette période de 30 jours : placer chaque jour les excédents en Sicav (sans droit d'entrée et de sortie) ou acheter un certificat de dépôt d'un montant de 10 millions d'euros. Il calcule le gain net de ces deux options (cf. tableau 4.10).

Cet exemple montre que le placement en Sicav offre un gain supérieur. Cependant, la décision finale, quels que soient les résultats obtenus, suppose de considérer les facteurs suivants :

- la deuxième solution, entraînant une situation de découvert important sur quelques jours, suppose une **relation de confiance avec le banquier** ;
- un **horizon** de trésorerie **différent** aurait pu modifier le choix.

TABLEAU 4.9**La structure de trésorerie prévisionnelle sur 30 jours**

Jour	Montant	Jour	Montant	Jour	Montant
1	15 000 000	11	15 000 000	21	14 000 000
2	12 000 000	12	15 000 000	22	18 000 000
3	11 000 000	13	17 000 000	23	10 000 000
4	9 000 000	14	14 000 000	24	10 000 000
5	10 000 000	15	12 000 000	25	10 000 000
6	7 000 000	16	15 000 000	26	10 000 000
7	7 000 000	17	15 000 000	27	10 000 000
8	9 000 000	18	13 000 000	28	10 000 000
9	10 000 000	19	12 000 000	29	10 000 000
10	12 000 000	20	12 000 000	30	10 000 000

FIGURE 4.1**La représentation du solde global sur 30 jours****TABLEAU 4.10****La détermination des gains obtenus**

Placements en Sicav	Placement en CDN
Gain = 1966,66 euros $354\,000\,000 / 30 \times 0,2\% \times 30 / 360 = 1966,66$ euros Droits d'entrée ou de sortie = 0 euros	Gain = 2 500 euros $10\,000\,000 \times 0,3\% \times 1/12$ Coût = 3277 euros - découvert le 4 et le 8 du mois pour un montant de 1 000 000, soit un coût de 444,44 euros ($1\,000\,000 \times 8\% \times 2/360$) ; - découvert le 6 et le 7 du mois pour un montant de 3 000 000, soit un coût de 1333,33 euros ($3\,000\,000 \times 8\% \times 2/360$) ; - CPF : $0,05\% \times 3\,000\,000 = 1\,500$ euros
Gain net : 1966,66 euros	Coût net : - 777,77 euros

En outre, un montant de 10 millions d'euros de CDN n'est peut-être pas optimal : un placement d'un montant supérieur pourrait offrir une meilleure rentabilité. Autrement dit, avant de conclure, il convient de déterminer quelle est la **somme optimale à bloquer**, sur une durée et pour un montant compatibles avec les caractéristiques du placement. Pour ce faire, il faut appliquer l'une des méthodes suivantes :

- la **méthode itérative** qui consiste à faire varier le montant bloqué et calculer le gain net obtenu (cf. tableau 4.10). Les logiciels de trésorerie permettent de réaliser ces simulations ;
- l'utilisation de la formule, présentée dans l'encadré 4.11. :

$$Nc = [30 \times (Td - Tc + Tcc) + 18] / Td ,$$

où Td, Tc et Tcc sont respectivement les taux de découvert, de financement, de rémunération sur le compte courant et Nc le nombre de jours où le solde est créditeur.

ENCADRÉ 4.11

La détermination rapide du montant optimal à bloquer

Soit une entreprise qui dispose d'une structure de trésorerie excédentaire sur un horizon de 30 jours*. À l'optimum, c'est-à-dire pour un nombre de jours créditeurs égal à Nc, toute augmentation du montant d'un placement génère un gain en produits financiers qui doit être égal au coût marginal qu'il suscite (intérêts débiteurs et CPFD).

Pour 1 euro, le coût supplémentaire sera de :

$$[(30 - Nc) \times Td] / 36\,000 + 1 / 2\,000$$

et le gain supplémentaire égal à : $[30 \times (Tp - Tcc)] / 36\,000$

avec Td = le taux du découvert ; Tp = le taux du placement ; Tcc = le taux du compte courant.

En égalisant les deux termes, on obtient :

$$Nc = [30 (Td - Tp + Tcc) + 18] / Td$$

* Cette formule peut évidemment être adaptée à toute durée de blocage.

Reprenons l'exemple développé dans le tableau 4.9 afin de déterminer le montant optimal à bloquer sur la période étudiée.

1) Utilisation de la méthode itérative (**les intérêts sur les dépôts à vue ont été ignorés dans le cas présent**)

Celle-ci consiste à calculer l'**incidence du choix de différents montants à bloquer** sur les produits et charges financières, pour une période déterminée préalablement. Sur l'horizon de 30 jours de notre exemple, un montant de 7 millions d'euros de certificats de dépôt offre le gain net le plus élevé (cf. tableau 4.11).

TABLEAU 4.11**La détermination du montant optimal à bloquer par la méthode itérative**

Montant du CDN	Intérêt du CDN	Intérêts débiteurs	CPFD	Gain net
5 millions	1250 euros	0 euros	0	1250 euros
6 millions	1500 euros	0 euros	0	1500 euros
7 millions	1750 euros	0 euros	0	1750 euros
8 millions	2000 euros	444,44 euros	500	1055 euros
9 millions	2250 euros	888,88	1000	361,12 euros
10 millions	2500 euros	1777	1500	-777 euros
11 millions	2750 euros	8222	7000	-12472 euros

2) Utilisation de la « relation » (**les intérêts sur les dépôts à vue ont été ignorés dans le cas présent**)

Le nombre de jours où le solde doit être créditeur sur un horizon de 30 jours est égal à 21 jours :

$$N_c = [30 \times (T_d - T_c) + 18] / T_d = [30 (8 - 0,3) + 18] / 8 = 31.$$

Par cette relation, le trésorier déterminera le montant optimal, sachant qu'il sera égal à un multiple de 1 million d'euros. Avec 7 millions d'euros, il constate (cf. tableau 4.9) que le nombre de jours où le solde est créditeur est égal à 30 (le plus proche de N_c). Il choisira de placer 7 millions d'euros. Les méthodes exposées ci-dessus sont pertinentes à utiliser en particulier lorsque le différentiel entre les taux de financement et de placement est moins important ou que le taux du placement est attractif comme le souligne l'encadré 4.9.

ENCADRÉ 4.12**La gestion de trésorerie dans un contexte de taux zéro**

Les taux directeurs à court terme sont quasi nuls. Les OPCVM monétaires en euro ne rapportent rien. Comment placer ses liquidités ? Allonger ses placements pour toucher la pente des taux n'a pas de sens lorsque les taux des Bons du Trésor à 4 ans sont de 0,30 %.

Il faut gérer la trésorerie dans un contexte où l'arbitrage placement/découvert perd son sens..

Source : option Finance, n°1276, juin 2014.

2.2. Les arbitrages entre financements

L'entreprise disposant d'une structure de **trésorerie** en euros souvent **déficitaire** est généralement confrontée aux choix suivants :

1. rester en **découvert**, le montant du financement étant parfaitement adapté au besoin de trésorerie ;
2. choisir un **crédit de trésorerie** obtenu par billet financier, moins coûteux mais moins adapté aux besoins. Le billet financier diminue ou annule une partie du découvert ;
3. **escompter des effets** à condition de ne pas dépasser le plafond d'escompte autorisé par chaque banque⁵, voire **mobiliser** un ensemble de **créances** (CMCC, crédits Loi DAILLY..., cf. tableau 4.1).
4. recourir à **plusieurs** de ces **modes de financement**.

L'**escompte** de traites et le **crédit par billet** financier étant d'un montant ou d'une durée généralement non ajustés au découvert **entraînent une erreur de surmobilisation** (cf. chapitre 1, 2.).

Illustrons l'arbitrage le plus courant, entre le découvert et d'autres formes de financement, à l'aide de l'**exemple** d'une société dont la structure de trésorerie prévisionnelle est présentée dans le tableau 4.12 et par la figure 4.2. Son trésorier envisage trois financements :

1. rester uniquement en découvert (en supposant que le plafond de découvert ne soit pas atteint) au taux de 8 % ;
2. mobiliser un crédit *spot* de 1 million d'euros au taux de 0,5 % pour une durée effective de 30 jours et rester en découvert pour le reste. Le crédit *spot* a la particularité de ne pas avoir de jour de banque ;
3. mobiliser le même crédit *spot* (montant, taux et durée identiques), escompter des traites d'un montant de 500 000 euros à échéance du 18 au taux de 7,5 % et rester en découvert pour le reste⁶.

Le financement retenu sera le moins coûteux, sachant que les excédents seront placés en Sicav monétaires, de rentabilité égale à 0,3 % (il

5. Le coût de l'escompte sera calculé à partir des traites étant les plus proches de leur échéance. Notons que l'escompte de traites d'un montant trop faible et/ou pour une durée de moins de dix jours est trop coûteuse à envisager.

6. Afin de déterminer le coût global de la décision 3, il convient de préciser la période de calcul des agios et la durée du crédit résultant de l'escompte des traites (cf. chapitre 2, 2.2.). La banque crédite l'entreprise le 4. Les agios sont calculés sur la durée apparente (crédit du 4 au 18, soit 15 jours), plus un jour, soit 16 jours. La durée effective du crédit est égale au nombre de jours séparant la date du crédit en compte (le 4) de la veille de la date de valeur des effets s'ils avaient été remis à l'encaissement (soit le 21). La date de valeur dans les conditions standards est la date d'échéance plus 4 jours calendaires, soit le 22. La durée effective du crédit est 18 jours. On suppose que le plafond d'escompte n'est pas atteint.

était possible d'envisager également la rémunération des excédents sur le compte courant).

Après calcul, la **deuxième solution** apparaît la plus **intéressante**.

Cet exemple a mis en évidence deux possibilités d'arbitrage :

- un arbitrage entre le découvert et une autre forme de financement pour les décisions 1 et 2 sur une période de 30 jours ;
- un arbitrage entre le découvert et l'escompte sur la période du 4 au 21 pour les décisions 1 et 3.

TABLEAU 4.12

La structure de trésorerie prévisionnelle sur 30 jours

Jours	Montant	Jours	Montant	Jours	Montant
L1	- 900 000	J11	- 2 500 000	D21	- 2 500 000
M2	- 2 000 000	V12	- 1 500 000	L22	- 2 250 000
M3	- 1 100 000	S13	- 1 200 000	M23	+ 1 250 000
J4	- 3 000 000	D14	- 1 100 000	M24	+ 900 000
V5	- 4 000 000	L15	- 1 150 000	J25	+ 350 000
S6	- 2 000 000	M16	- 1 150 000	V26	- 1 540 000
D7	+ 1 000 000	M17	- 1 250 000	S27	- 1 850 000
L8	+ 1 200 000	J18	+ 1 200 000	D28	- 1 500 000
M9	- 1 600 000	V19	+ 1 000 000	L29	- 1 500 000
M10	- 2 000 000	S20	+ 1 250 000	M30	- 1 500 000

FIGURE 4.2

Représentation du solde global

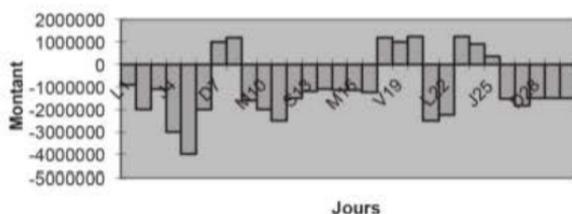


TABLEAU 4.13

Les coûts des décisions de financement (en euros)
(en ne considérant pas la rémunération des comptes à vue)

	Décision 1	Décision 2	Décision 3
Coûts des sources de financement	Découvert : Int. débiteurs : $39,09 \text{ M} \times 8 \% \times 1/360 = 8\,686.$ CPFD = 2 000 = $4 \text{ M} \times 0,05 \%$	Crédit spot = $416 = 1 \text{ M} \times 1 \% \times 30/360$ Découvert : Int. débiteurs = $3820 =$ $17,19 \text{ M} \times 8 \% \times 1/360$ CPFD = 1 500 = $3 \text{ MF} \times 0,05 \%$	Crédit spot = 416 = $1 \text{ M} \times 0,25 \% \times 30/360$ Escompte = 1666 $500\,000 \times 7,5 \% \times 16/360$ Découvert* : Int. débiteurs = $2742 =$ $12,34 \text{ M} \times 8 \% \times 1/360$ CPFD = 1 250 = $2,5 \text{ MF} \times 0,05 \%$
Total	10 686 euros	5 736 euros	6 074 euros
Revenus sur Sicav	$8,15 \text{ M} \times 0,3 \% \times 1/360 = 67$	$16,25 \text{ M} \times 0,3 \% \times 1/360 = 135$	$20,4 \text{ M} \times 4 \% \times 1/360 = 2\,266$
Coût net	10 619 euros	5 601 euros	3 808 euros

* Pour simplifier, le montant obtenu par l'escompte des traites est supposé être égal à 500 K. En réalité, il est moindre puisque les intérêts sont payables d'avance.

De même que pour les arbitrages entre les différents placements (cf. 2.1. de ce chapitre), le **montant optimal de financement** (par traite ou par une autre forme) peut être déterminé :

- par une **méthode itérative** c'est-à-dire en faisant varier le montant et en examinant l'incidence sur les frais financiers ;
- plus rapidement par l'application de la **relation** suivante.

$$Nc = [30 \times (Td - Tc) + 18] / Td$$

où Td et Tc sont respectivement les taux de découvert et de financement et Nc le nombre de jours où le solde est créditeur, en supposant que ces soldes créditeurs ne sont pas rémunérés (pas de placement en Sicav par exemple ou en considérant la rémunération du compte courant comme négligeable) et que l'horizon de financement est de 30 jours.

Reprenons alors notre exemple d'arbitrage découvert / crédit spot (cf. tableau 4.12 et figure 4.2) pour déterminer le montant optimal de crédit spot sur une durée de 30 jours :

1) Utilisation de la méthode itérative

Celle-ci consiste à réaliser une simulation sur tableur ou logiciel de trésorerie chiffrant le coût total pour des montants différents de crédit *spot* (cf. tableau 4.14).

TABLEAU 4.14**L'utilisation de la méthode itérative pour un crédit *spot***

Montant du <i>spot</i>	Nombre de jours créditeurs*	Coût du <i>spot</i>	Coût du découvert + CPF	Total
0 euros	8 jours	0 euros	8 686 + 2 000	10 686 euros
1 million	9 jours	416 euros	3 820 + 1 500	5 336 euros
1,5 million	19 jours	625 euros	1 942** + 1 250	3 817 euros
3 millions	29 jours	1 250 euros	222 + 2 000	3 472 euros
4 millions	30 jours	1 666 euros	0	1 666 euros

* Après mise en place du crédit *spot*.

** Remarque : $8\,740\,000 \times 8\% / 360 = 1\,942$.

2) Utilisation de la « relation »

Le montant optimal peut être obtenu plus rapidement en utilisant la formule :

$$N_c = [30 \times (T_d - T_c) + 18] / T_d = [30 \times (8 - 0,5) + 18] / 8 = \text{environ } 30$$

Or, c'est justement avec un crédit *spot* de 4 M que la trésorerie est créditrice sur 30 jours (cf. tableau 4.10). Cet exemple est assez simpliste compte tenu du différentiel de taux entre les financements. Mais, en supposant un écart moins élevé entre les financements, la solution optimale exige d'utiliser l'une de ces méthodes.

2.3. Les placements et financements d'appoint

Le **choix des placements et des financements** lors des décisions d'arbitrage précédentes et le caractère incertain de quelques flux **occa-**

sionnement des découverts⁷ ou des excédents de courte durée (de un à quelques jours). Plusieurs solutions permettent de gérer ces situations :

- l'**escompte de chèque**, l'utilisation d'un **crédit spot** pour les financements d'appoint ;
- les placements d'appoint sont la rémunération des dépôts à vue, l'achat de **Sicav**, le **règlement anticipé** des fournisseurs contre escompte, l'**avance en compte courant** à une autre société du groupe.

Notons, pour conclure ce chapitre, que le temps ou le niveau hiérarchique de la personne chargée de la gestion de la trésorerie, le coût (logiciel de trésorerie, système d'appel automatique permettant la télétransmission), la taille de l'entreprise et le degré d'implication de la direction générale... sont autant de facteurs qui conditionnent une gestion plus ou moins fine des soldes et l'utilisation des différentes techniques étudiées (estimation des flux, décisions d'arbitrage...).

7. Une remise des effets à l'encaissement suffisamment tôt évite la surprise d'avoir un solde crédité plus tard que prévu. Un module de gestion des effets peut être ajouté au logiciel de trésorerie. Les effets sont saisis dans ce module ou extraits du système comptable et les décisions prises modifient automatiquement les flux dans le logiciel de trésorerie. Ce module offre plusieurs avantages. Premièrement, une gestion de portefeuille avec tris multi-critères. Deuxièmement, une optimisation des remises. Enfin, une remise d'effets LCR/BOR par télétransmission. Le coût de la remise est alors beaucoup moins cher que celui d'une remise manuelle.

Résumé

1. Le trésorier, après mise à jour des fiches en valeur, réalise quotidiennement les virements d'équilibrage en transférant les soldes créditeurs vers ceux déficitaires et vire ensuite les soldes résiduels vers une entité choisie préalablement, appelée pivot.
2. Cette position prévisionnelle au jour J du pivot doit être idéalement à un niveau conciliant deux objectifs à savoir, *a priori*, la possibilité d'absorber les aléas sur encaissements et décaissements et, *a posteriori*, être égal à zéro. Les termes *a priori* et *a posteriori* définissent le solde du compte pivot au jour J respectivement avant et après toutes opérations postérieures à cette date et qui aurait une incidence sur sa valeur.
Le compte pivot pourra être débiteur en cas de réception imminente d'un virement.
3. Le choix réalisé parmi les placements ou financements dépend de nombreux paramètres. Mais certains n'interviennent dans la sélection finale, qu'une fois que les « critères barrages », à savoir le montant et la durée, ont été satisfaits. Les possibilités de placement et de financement sont nombreuses et présentées en fonction de leurs conditions d'obtention.
4. La prévision de la structure de trésorerie sur un horizon de plusieurs semaines est souvent insuffisante pour prendre sans calcul une décision financière optimale. Le trésorier doit arbitrer entre deux options présentant des avantages et inconvénients différents, à savoir placements et financements ajustés aux prévisions de trésorerie (respectivement découvert et Sicav) ou moins souples (un montant minimal est exigé) mais plus intéressants en termes de taux. Pour ces derniers, deux méthodes (méthode itérative et utilisation d'une formule) permettent d'en déterminer le montant.
5. Le choix des placements et des financements lors des arbitrages précédents, le caractère incertain de quelques flux occasionnent des découverts ou excédents de courte durée. Plusieurs placements et financements d'appoint permettent de gérer ces situations.

La détermination de la structure de trésorerie prévisionnelle sur la banque pivot et la réalisation des placements et des financements donnent une position finale en euros et, le cas échéant, en devises étrangères. Les **décisions financières** et la **structure de trésorerie** en devises **gènèrent** différents risques :

- le **risque de taux d'intérêt** sur les décisions de placement ou de financement ;
- le **risque de change** sur la position de trésorerie en devises et sur chaque mouvement de fonds en devises en direction ou en provenance de l'étranger, notamment ceux inhérents aux décisions de placement et de financement en monnaie étrangère.

En outre, certains placements et financements sont exposés à deux risques supplémentaires, les **risques de signature** et de **liquidité**.

La gestion de ces risques consiste à **apprécier les pertes** susceptibles d'affecter le patrimoine ou les revenus de l'entreprise, puis à déterminer le **mode** et l'**importance de la couverture**, en accord avec la direction générale de l'entreprise.

1. La gestion du risque de change

Depuis 1973, année de la disparition du système des parités fixes, la plupart des **monnaies fluctuent entre elles**. Le montant en monnaie nationale des créances ou des dettes libellées en devises varie selon les mouvements des cours de marché. Dans ces conditions, une **variation défavorable** des cours peut **anéantir** le **profit commercial** attendu.

Pour éviter de telles conséquences, les trésoriers d'entreprises devront identifier le risque de change (cf. *infra*, 1.1.) puis le gérer (cf. *infra*, 1.2.).

1.1. L'identification du risque de change

Le risque de change est multiple et comprend¹ :

- le **risque de change de transaction**, lui-même décomposé en deux éléments selon la nature des transactions réalisées :
 - le **risque de change commercial** si l'entreprise effectue des opérations d'import ou d'export libellées en devises. L'**importateur** qui règle en devise **crain** une hausse de la monnaie étrangère (ou une baisse du cours de l'euro contre devises étrangères). Symétriquement, l'**exportateur** sera payé en devises et **crain** une baisse de cette dernière par rapport à la monnaie nationale entre le cours du change fixé lors de la facturation et celui en vigueur à la date du paiement (ou une hausse du cours de l'euro contre devises étrangères). Une solution simple en apparence serait d'exiger le paiement dans la monnaie nationale, obligeant le client à gérer le risque de change. Or, si l'euro s'apprécie, la vente libellée en devises peut contraindre l'exportateur à baisser ses prix, ce qui équivaut à une perte de change s'il veut conserver ce marché. De plus, le client peut tout simplement refuser de gérer ce risque,

Facturation en euros	Facturation en devises étrangères
Avantages : => Supprimer le risque de change. => Faciliter les enregistrements comptables (comme une opération nationale).	Avantages : => Base de comparaison pour l'acheteur. => Image d'expérience à l'international. => Concéder la facturation en devises pour négocier un autre point du contrat (loi et tribunal compétent en cas de litige). => Profiter d'une évolution favorable.
Inconvénients : => Transfert du risque de change vers la contrepartie (modification possible du rapport de force dans la négociation !). => Ne plus pouvoir profiter d'une évolution favorable du taux de change.	Inconvénients : => Prévoir une structure interne de gestion du risque de change. => Enregistrements comptables plus importants. => Réduction possible du bénéfice de l'opération commerciale en cas de mauvaise couverture (ou pas de couverture).

1. Cette classification entre risque de change, risque de transaction et risque patrimonial est empruntée à l'ouvrage de M. Debeauvais, Y. Sinnah, *La gestion globale du risque de change*, Paris, Economica, 1992.

- le **risque de change financier** si l'entreprise s'endette, prête en devises. Par exemple, le trésorier mobilise un crédit à l'exportation dans une devise et réalise une avance dans une autre devise ;
- le **risque de change patrimonial** si la société détient une ou plusieurs filiales ou des participations à l'étranger. Une dépréciation de la devise fait apparaître un écart négatif de conversion qui vient s'imputer sur les capitaux propres du groupe (cf. encadré 5.1) ;
- le **risque de change stratégique**². Les moyens de gérer ce risque sont peu nombreux, pas toujours applicables aux entreprises de petite taille et n'implique pas l'utilisation d'une couverture, comme le montrent les quelques exemples ci-dessous. Les moyens les plus souvent utilisés sont :
 - de diversifier les débouchés commerciaux (vendre dans plusieurs pays avec l'espoir d'une compensation entre l'appréciation et une dépréciation de l'euro par rapport à ces devises étrangères) et la production (localiser les sites de production dans différents pays – produire où l'on vend),
 - de vendre des produits à faible élasticité au prix (produits innovants...),
 - d'améliorer la productivité afin de conserver la même marge...

2. Le risque de change stratégique difficilement quantifiable ne fera pas l'objet d'une couverture. « Il recouvre l'étude des mécanismes de formation du résultat de l'entreprise afin de déterminer comment celui-ci réagira ultérieurement aux variations du cours du change, au-delà de l'ensemble des opérations en cours qui constituent le risque de transaction » (F. Lefebvre, *Gestion de trésorerie*, 1996).

ENCADRÉ 5.1**La gestion du risque de change patrimonial**

Rompues pour la plupart aux pratiques de couverture du risque de change résultant de transactions commerciales, les entreprises s'attaquent aujourd'hui à la gestion d'un risque plus complexe : la réduction de l'impact sur leurs comptes de la différence de change née de la consolidation de leurs filiales étrangères.

Lors de l'établissement de son bilan consolidé, la société mère française doit en effet convertir les capitaux propres de ses filiales au cours de clôture, l'obligeant à comptabiliser, par différence avec le cours historique utilisé lors des consolidations précédentes, un écart de conversion venant réduire la situation nette du groupe si la devise du pays de la filiale, s'est, depuis, dépréciée, ou l'augmenter dans le cas inverse. Un groupe dont la situation nette se réduit par la consolidation de filiales situées dans des pays dont la devise se déprécie régulièrement par rapport à l'euro risque d'être limité dans ses possibilités de financement en raison de la baisse de ses propres fonds propres. Un groupe endetté peut également se trouver en position délicate face à des concurrents plus agressifs commercialement car, handicapé par le poids des frais financiers généralement élevés dans des pays à devise faible, il ne pourra alors réduire aisément ses marges.

Les couvertures classiques (contrats à terme, options) se révèlent de peu d'intérêt car, ayant vocation à être débouclées, elles entraînent chez la société mère la comptabilisation d'une perte ou d'un profit de change, destinée à compenser la revalorisation ou la dévalorisation de sa participation. Ces opérations sont néanmoins soumises à un traitement fiscal dissuasif. La société mère sera taxée sur le profit de change dégagé lors d'une telle opération de couverture, mais ne pourra en contrepartie déduire fiscalement la réduction de valeur de sa participation constatée dans les comptes consolidés si celle-ci n'a pas été comptabilisée dans ses comptes sociaux, les seuls reconnus par le fisc. À l'inverse, si l'opération de couverture se solde par une perte, la société mère ne pourra la déduire fiscalement que lorsqu'elle cédera ses titres, souvent plusieurs années plus tard. De plus, le coût de telles couvertures, nécessairement renouvelées, reste prohibitif aux yeux des entreprises. Les sociétés préfèrent donc le plus souvent y renoncer et tentent plutôt de minimiser le montant des capitaux propres de leurs filiales, afin de réduire l'écart de conversion correspondant. Pour cela, elles commencent par capitaliser faiblement leurs filiales, et rapatrient ensuite l'intégralité de leurs dividendes... Une autre possibilité consiste également à neutraliser le risque par un endettement dans la même devise que ces actifs. La préoccupation consistant à couvrir le bilan est évidente pour des groupes dont une filiale présente des investissements nets en dollar. Ces derniers menacent de donner lieu à des pertes de change latentes, en cas de baisse du dollar..

*D'après : « Les entreprises s'attaquent à leur risque bilantiel »,
Option Finance, n° 428, novembre 1996.*

*« De nouvelles stratégies pour se couvrir contre la hausse de l'euro »,
Option Finance, n° 746, juillet 2003.*

Afin de **déterminer le mode** et la périodicité de la **couverture** à mettre en place par le trésorier, la direction générale **prendra en considération** un certain nombre de facteurs quelle que soit l'origine du risque (excepté pour le risque de change stratégique, cf. note 3) :

- le **type de la devise** (certaines couvertures n'existent que sur des grandes monnaies) ;
- la **volatilité** plus ou moins importante de la devise considérée ;
- la **durée d'exposition** au risque de change ;
- le **pourcentage des mouvements** effectués dans cette **devise** ;
- le **coût** de la couverture ;
- les **anticipations** sur l'évolution de la devise. Pour une entreprise exportatrice, une augmentation de la devise entre les dates de facturation et de paiement entraîne un gain de change qui pourrait être éliminé selon la nature de la couverture ;
- le **caractère incertain ou non de l'exposition au risque** de change. Si une entreprise répond à un appel d'offres à l'étranger, le risque de change est incertain tant que la commande n'est pas confirmée³. Le change à terme dont les caractéristiques sont développées ultérieurement n'est pas une couverture appropriée ;
- le type de la couverture : **microcouverture** (gestion par flux) ou **macrocouverture** (gestion globale sur la situation nette compensée) ou enfin une **combinaison des deux** (macrocouverture pour les petits montants et microcouverture pour des risques spécifiques ou des gros montants).

Pour une **macrocouverture** et afin de déterminer le montant à couvrir, le trésorier prendra soin de distinguer plusieurs **catégories de flux** :

- les flux dont les montants et les dates de paiement sont **connus avec certitude** ;
- les flux **prévisionnels** pour lesquels des **prix** en devises ont été **fixés** et les flux **résultant d'opérations probables** ou régulières ;
- les flux prévisionnels pour lesquels il n'existe **aucun engagement de prix** de la part de l'entreprise.

Les deux premières catégories constitueront la position de change à couvrir. Si le **montant des créances** est **supérieur** (inférieur) à celui des **dettes**, cette **position** est qualifiée de **longue** (courte). Un état récapitulatif de la position de change se résume à un tableau où figurent généralement : les montants soumis au risque de change avant opérations de couverture ; les montants couverts avec distinction entre couverture ferme ou optionnelle ; le solde net ; l'impact sur le résultat des opérations non couvertes (cf. tableau 5.1). L'exactitude de la position de change dépend de la qualité des informations collectées.

3. Si l'exportateur a proposé un devis avec prix ferme, il se trouve en risque de change aléatoire à partir de son envoi.

Une réflexion préalable sur ces différents facteurs débouchera sur une **politique de gestion du risque de change** dans laquelle les **objectifs** assignés au trésorier (la nature et le degré de couverture), les **moyens** de les réaliser (la mise en place de règles organisationnelles) et la **mesure** de ses **performances** seront précisés.

TABEAU 5.1**La détermination d'une position de change**

	1 mois	de 1 à 3 mois	de 3 à 12 mois	plus de 12 mois	TOTAL
Position de change commerciale Solde en devises Recettes Dépenses					
Position de change financière Intérêts, dividendes Placements Emprunts					
Couverture de change Vente à terme Options					
Position nette après Couverture					

Source : F. Lefebvre, Gestion de trésorerie, 1996, p. 285.

Concernant les **objectifs** assignés au trésorier, la direction générale pourra imposer, par exemple, qu'un pourcentage du solde net mensuel dans une devise fasse l'objet d'une **couverture ferme**, le restant étant géré par une **couverture optionnelle**. Elle fixera une limite quant au pourcentage des **positions** de change **non couvertes**.

Parallèlement, elle mettra en place de nouvelles **règles organisationnelles** afin d'obtenir des meilleures prévisions et rationalisations des flux, comme le *netting* (cf. chapitre 6, 2.).

Enfin, la direction générale évaluera les **performances du trésorier** en déterminant préalablement un cours budgétaire à respecter. L'utilisation d'un **cours budget** est illustrée et analysée dans l'encadré 5.2. La direction générale peut également calculer les pertes et gains de change en procédant, par exemple, pour une période donnée, de la façon suivante :

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{cours de} \\ \text{facturation} \end{array} \right\} - \left\{ \begin{array}{l} \text{cours} \\ \text{moyen de} \\ \text{couverture} \end{array} \right\} \cdot \left[\begin{array}{l} \text{montant} \\ \text{couvert} \end{array} \right] + \left\{ \begin{array}{l} \text{cours de} \\ \text{facturation} \end{array} \right\} - \left\{ \begin{array}{l} \text{cours} \\ \text{de} \\ \text{paiement} \end{array} \right\} \cdot \left[\begin{array}{l} \text{montant} \\ \text{non} \\ \text{couvert} \end{array} \right]$$

ENCADRÉ 5.2**L'application d'un cours budget**

Spécificité française, une entreprise sur trois établit un cours de référence ou cours « budget ». Elles décident par exemple, qu'elles se couvriront si l'euro dépasse un certain « seuil de douleur ». Une décision « *qui s'appuie pour 62 % des entreprises sur une analyse souvent subjective des conditions de marché* ». Ce cours budget, établi en fonction de l'évolution de la devise l'année précédente (son cours moyen journalier), « défend » un niveau de marge commerciale que la société souhaite immuniser contre les mouvements des devises. Dans le reste du monde, seul 10 % des entreprises procèdent de la sorte. Le cours budget est ainsi un peu la « ligne Maginot » des trésoriers français, une méthode plus défensive qu'offensive pour gérer leur risque de change.

Source : « Comment les entreprises françaises se couvrent contre l'euro », Les Echos, 20 mars 2014.

1.2. Les techniques de gestion du risque de change

La gestion du risque de change consiste à évaluer les pertes **susceptibles d'affecter les opérations commerciales et financières** en fonction des anticipations sur l'évolution des devises puis à **les limiter** en utilisant : (1) des techniques de **modification** de la **position** de change ; (2) des méthodes de **couverture** de la position de change. Selon la technique appliquée, la couverture permettra de profiter ou non d'une évolution favorable des cours.

1.2.1. Les techniques de modification de la position de change

Ces techniques regroupent le termaillage, les avances en devises ainsi que les clauses contractuelles.

1) Le termaillage

Le termaillage (*leading and lagging*) consiste à **accélérer** ou **retarder** les **encaissements** ou **décaissements** des devises étrangères selon les anticipations sur l'évolution de leurs cours (cf. tableau 5.2).

TABLEAU 5.2**Les stratégies possibles selon la position de change et les anticipations**

Position de change de l'entreprise	Anticipation haussière de la devise étrangère	Anticipation baissière de la devise étrangère
Longue en devises étrangères (entreprise exportatrice)	Accepter un paiement plus tardif des créances*	Accélérer le paiement des créances
Courte en devises étrangères (entreprise importatrice)	Accélérer le paiement des dettes	Retarder le paiement des dettes

Le **termillage** suppose implicitement un **accord** entre les parties sur une **modification** de la position de change à leur **désavantage** avec ou sans compensation. Les exportateurs qui anticipent une baisse de la devise et concèdent un escompte pour paiement comptant, accordent une compensation contre un règlement plus rapide des créances.

2) Les avances en devises

Pour les opérations d'**exportation**, le risque de change d'une créance est couvert en demandant auprès d'une banque une **avance** de trésorerie **en devises, immédiatement convertie** en monnaie nationale. **À l'échéance**, l'exportateur **restitue le montant** de la créance **en devises** à la banque.

Une entreprise importatrice demande une avance en devises auprès d'une banque pour payer comptant un fournisseur contre escompte.

3) Les clauses contractuelles

Afin de modifier la position de change, certaines clauses sont incluses dans le contrat. Le risque de change sera réparti sur une partie, voire sur les deux parties (clauses **d'indexation, de risque partagé**, multi-devises)⁴.

1.2.2. Les couvertures fermes

L'utilisation d'une couverture de change ferme permet à l'entreprise d'éliminer les variations de cours sur les marchés **en fixant définitivement le cours de conversion** lors du paiement. Les changes au comptant et à terme sont des outils souvent utilisés pour gérer le risque de change.

4. Le lecteur pourra se reporter notamment à l'ouvrage de H. La Bruslerie (de), (avec la collaboration de C. Eliez), *Trésorerie d'entreprise : gestion des liquidités et des risques*, Dunod, coll. « Management sup. », 3^e édition, 2012, p. 418.

1) Le change au comptant

La couverture au comptant consiste à réaliser une **compensation entre créances et dettes** en devises étrangères pour une échéance et un **montant identiques**.

Prenons l'exemple d'une **entreprise exportatrice** française qui détient une **créance** de 100 000 dollars sur un client américain. Anticipant une **baisse** de cette **devis**e, le trésorier peut **emprunter** ce montant pour une durée correspondant à l'échéance de la créance. Il annulera le risque de change en **convertissant immédiatement** les 100 000 dollars en euros puis en les **plaçant**. Les incidences patrimoniales de cette opération de couverture sont présentées dans le tableau 5.3 (en supposant que le cours du dollar est de 0,8500 euro (1 euro = 1,1764 USD) :

TABLEAU 5.3**Les variations initiales des postes du bilan***(en euros)*

Actif	Passif
Créances : 85 000	Résultat : 85 000
Trésorerie : 85 000	Dettes : 85 000

L'exportateur remboursera l'emprunt avec les fonds provenant du règlement de la créance. Il s'agit là d'une **couverture ferme** dans la mesure où l'exportateur **connait à l'avance** la **somme** qu'il obtiendra à la **date du règlement** de la créance, quelle que soit l'évolution (favorable ou non) des cours. Par exemple, si le dollar vaut 0,8000 euros à la date du règlement de la créance, le trésorier percevra 100 000 dollars (d'une contre-valeur égale à 80 000 euros) de sa créance avec lesquels il remboursera 100 000 dollars (cf. tableau 5.4a). En revanche si le dollar vaut 0,8900 euro à la date du règlement de la créance, il recevra 100 000 dollars (contre-valeur 89 000 euros) de la créance avec lesquels il remboursera l'emprunt (cf. tableau 5.4b).

TABLEAU 5.4**Variations des postes du bilan lors du règlement de la créance****a. cas où le dollar vaut 0,8000 euro à l'échéance de la créance***(en euros)*

Actif	Passif
Créances : 0	Résultat : 85 000 + 5 000 – 5 000
Trésorerie : 85 000	Dettes : 0

b. cas où le dollar vaut 0,8900 euro à l'échéance de la créance*(en euros)*

Actif	Passif
Créances : 0	Résultat : 85 000 + 4 000 – 4 000
Trésorerie : 85 000	Dettes : 0

2) Le change à terme classique

« Le change à terme est un accord entre une entreprise et une banque portant sur l'achat ou la vente d'un montant défini d'une devise contre une autre à un cours de change ferme et définitif, mais l'échange a lieu à une date ultérieure déterminée. L'opération permet donc de figer immédiatement un cours de change pour une transaction future sans que n'intervienne le moindre flux de trésorerie avant l'échéance »⁵.

Par exemple, un **exportateur**, payé en dollars américains, craint une baisse de la devise entre la date d'origine de la créance (t_0) et son paiement (t_1). Il s'adressera donc à son banquier afin de fixer, en t_0 , le cours auquel seront convertis les dollars en t_1 .

t_0		t_1
détermination du cours	dès	réception des devises et vente
devises reçues en t_1		au cours fixé en t_0

Pour fixer en t_0 un cours de vente à terme de devises, la banque réalisera successivement les trois opérations suivantes (cf. l'exemple chiffré détaillé dans l'encadré 5.4a) :

- vente de dollars au comptant contre des euros ;
- emprunt de dollars de t_0 à t_1 ;
- placement en euros de t_0 à t_1 .

Étudions maintenant le cas inverse d'un **importateur** souhaitant acheter à terme des devises contre des euros. La banque déterminera le cours à terme après avoir réalisé les opérations symétriques : (1) emprunt en euros ; (2) achat au comptant de la devise contre des euros ; (3) prêt de dollars (cf. l'exemple chiffré de l'encadré 5.3b).

5. Cf. Lamy Droit du financement, article n°5235, 2014.

ENCADRÉ 5.3**Le change à terme****a) vente à terme de devises**

Début juillet, un trésorier constate qu'il aura un **solde positif de 100 000 dollars** fin septembre. Il s'adresse au banquier qui lui propose le cours de vente à terme pour une échéance de 3 mois noté ${}_3c$ de 0,8471 euro^{**}. Fin septembre, **il vendra les dollars** à ce cours. Le banquier a calculé ce cours à terme à partir des informations suivantes et en procédant en trois étapes :

- fourchette de cotation EUR/USD (${}_c$) : 1,1743 - 1,1731. Début juillet, la banque peut vendre (acheter) des dollars contre des euros au cours de 1,1743 (1,1731) euros ;
- taux au comptant USD 3 mois (${}_t$) : 4 7/8 % - 5 1/8 %. La banque peut début juillet emprunter (prêter) des dollars au taux de 5 1/8 % (4 7/8 %) pour une période de trois mois ;
- taux au comptant euro 3 mois (${}_t$) : 3 1/16 % - 3 3/16 %.

1^{re} étape : la banque recevra de l'exportateur fin septembre 100 000 dollars. **Début juillet**, elle va **emprunter durant trois mois** des dollars pour un montant lui permettant, fin septembre, de verser la somme (principal + intérêts) avec la recette de l'exportateur. Elle emprunte **la valeur actuelle de 100 000 dollars**, soit :

$$100\,000 / \{1 + (5\,1/8 \times 90/36\,000)\} = 98\,734,95 \text{ dollars.}$$

Elle emprunte 98 734,95 dollars au taux de 5 1/8 %, pendant trois mois, remboursant à l'échéance 100 000 dollars.

2^e étape : craignant une baisse du dollar entre juillet et septembre, la banque **cède les dollars au comptant** pour $0,8515 \times 98\,734,95 = 84\,072,80$ euros. Le produit de la cession est **placé** par la banque durant trois mois.

3^e étape : à l'échéance, fin septembre, la banque dispose de $84\,716,48 \text{ euros} = 84\,072,80 \text{ euros} \times (1 + 3\,1/16 \times 90/36\,000)$.

L'exportateur **livrera alors 100 000 dollars à la banque qui remboursera son emprunt**. La banque recevra les intérêts du placement, soit 610,72 euros qui seront versés au client. Début juillet, moyennant rémunération pour ce service, la banque garantira un cours de conversion à son client de 0,8471 euro ($84\,716,48 / 100\,000$). Le cours à terme 3 mois proposé est de 0,8471 euro et peut être obtenu directement à l'aide de la relation suivante :

$$CT = CC \times \frac{1 + \frac{n}{36\,000} \times t_{mn}}{1 + \frac{n}{36\,000} \times t_d} = 0,8515 \times \frac{1 + \frac{90}{36\,000} \times 3\,1/16}{1 + \frac{90}{36\,000} \times 5\,1/8}$$

avec CT = cours de vente à terme ; CC = cours de vente au comptant ; t_d = taux de la devise (taux d'emprunt) ; t_{mn} = taux de la monnaie nationale (taux du prêt).

b) achat à terme de devises

Le cours d'achat à terme, CT = 0,8488 euro, est, quant à lui, obtenu directement par la formule :

$$CT = CC \times \frac{1 + \frac{n}{36\,000} \times t_{mn}}{1 + \frac{n}{36\,000} \times t_d} = 4,9135 \times \frac{1 + \frac{90}{36\,000} \times 3\frac{3}{16}}{1 + \frac{90}{36\,000} \times 7\frac{7}{8}}$$

avec CT = cours d'achat à terme ; CC = cours d'achat au comptant ; t_d = taux de la devise (taux de prêt) ; t_{mn} = taux d'emprunt sur le marché national.

* t = taux d'intérêt ; c = cours de change ; l'indice 0 précédant la lettre t ou c précise qu'il s'agit d'un taux ou d'un cours au comptant (un indice supérieur à 0 signifie qu'il s'agit d'un taux ou d'un cours à terme applicable pour l'échéance spécifiée) ; l'indice qui suit la lettre précise la durée sur laquelle porte le taux.

La **différence entre les cours à terme et au comptant** s'explique par le différentiel de taux d'intérêt entre la devise et la monnaie nationale. Cet écart est qualifié de **report** ou de **déport** suivant qu'il est respectivement positif ou négatif (cf. encadré 5.4).

Le report ou le déport de la devise a une incidence sur la **stratégie de couverture** choisie. En l'occurrence, pour une **devise en déport**, l'exportateur ne se couvrira que s'il anticipe une **baisse importante** du cours de la devise. Par exemple, imaginons que début juillet, les cours à terme et au comptant sont respectivement égaux à 0,8500 et 0,8900. Fin septembre, si le cours au comptant diminue tout en restant supérieur à 0,8500, sa stratégie se révélera judicieuse. En revanche, si la devise est en **report** et quelles que soient les anticipations de l'exportateur sur l'évolution de la devise, en d'autres termes, **qu'il anticipe ou non une baisse importante** de la devise, il aura toujours intérêt à se couvrir.

ENCADRÉ 5.4**Devise en report / devise en déport**

Devise en report : cours à terme de la devise > cours au comptant
(taux d'intérêt de la devise < taux d'intérêt de la monnaie nationale).

Devise en déport : cours à terme de la devise < cours au comptant
(taux d'intérêt de la devise > taux d'intérêt de la monnaie nationale).

Dans tous les cas, **si l'évolution de la devise est contraire aux anticipations**, l'exportateur (l'importateur) **ne pourra en profiter**, s'étant engagé à vendre (ou acheter) des devises à un cours convenu.

Nous avons présenté les trois opérations permettant au banquier de proposer un cours de change à terme à l'exportateur. Les **swaps de change permettent** à la banque **de réaliser simultanément les deux dernières opérations** (emprunt de dollars et placement des euros perçus sur la période d'exposition au risque de change). Dans ce cas, la banque vendra les dollars au comptant et contractera un *swap* USD / EUR 3 mois coté 8/15. Cela signifie que la contrepartie prêtera des dollars avec 8 *pi*⁶ de report ou empruntera avec 15 *pi* de report. Dans le cas présent, la contrepartie prêtera des dollars avec 8 *pi* de report, c'est-à-dire 0,0008 euro par dollar échangé et empruntera des euros. Comme le cours à terme de la devise empruntée est en report, le taux d'intérêt du dollar est donc inférieur à celui du euro. La banque encaissera le coût du *swap*. Le montant de la transaction s'élevant à 100 000 USD, elle encaissera 80 euros (0,0008 x 100 000).

Dans le cas d'une devise en déport, la banque payerait le coût du *swap*.

3) Le *swap* de devises

Le *swap* de devises permet de **couvrir** une position de change⁷. Il porte sur l'échange de capitaux dans deux devises différentes et pour une période déterminée. Prenons l'exemple d'un exportateur français qui souhaite couvrir une créance de deux millions de dollars encaissable dans trois mois. Afin de couvrir cette position en éliminant le risque en capital, il réalise un *swap* en obtenant des dollars auprès d'une banque américaine (qui recevra donc des euros pour ce montant et cette durée). Avant cet échange, la société américaine aura emprunté des dollars (au taux de 5 %) et l'exportateur des euros (au taux de 3,1 %). Le *swap* se fait au taux au comptant (1 dollar est égal à 0,8500 euro) et donne lieu aux opérations décrites dans le tableau 5.5.

En contractant ce *swap*, l'exportateur est certain d'obtenir 1 700 000 euros (ou 1,7 ME) au terme de l'opération.

6. Un *pip* vaut 1/10 000 de la devise de référence.

7. Le *swap* de devises peut aussi être utilisé afin de bénéficier de conditions de taux d'intérêt plus favorables. Dans ce cas, le *swap* n'est donc pas un moyen de couverture. Il permet de gérer une position de change financière (cf. tableau 5.1). Conclu en même temps qu'une opération de placement ou de financement, il consiste à échanger des flux monétaires (intérêts fixes ou variables et capitaux pour une même contrevaletur de nominal) dans des devises différentes. Dans le cas d'un financement, chacune des deux entreprises impliquées emprunte dans sa devise nationale car elle bénéficie d'un avantage comparatif sur son propre marché. Les sommes empruntées sont ensuite échangées, chaque entreprise s'engageant à faire face aux charges (intérêts et principal) de l'emprunt contracté par l'autre société. Pour un exemple, se reporter à G. Charreaux, *op.cit.*, 2000.

TABLEAU 5.5**Les échanges réalisés lors de l'opération de swap**

	L'exportateur français verse à la société américaine	La société américaine verse à l'exportateur français
Échange initial	1,7 million d'euros	2 millions de dollars
Échange d'intérêt*	25 000 dollars	13 175 euros
Échange final**	2 millions de dollars	1,7 million d'euros

* L'exportateur doit des intérêts sur 1,7 million d'euros durant trois mois au taux de 3,1 %, soit 13 175 euros. Ces derniers sont payés par la société américaine. Le prêt de 2 millions de dollars effectué par la société américaine donne lieu à des intérêts au taux de 5 % pour un montant de 25 000 dollars. Ils sont payés par l'exportateur français.

** À l'échéance, l'encaissement de sa créance en dollars permet à l'exportateur français de rembourser l'emprunt. Il a évidemment placé les dollars durant ces trois mois. Il obtient de la banque américaine 1,7 million d'euros.

Lors de l'échange initial, l'exportateur français convertit en euros immédiatement 2 millions de USD qu'il a reçus.

Lors de l'échange final, le client règle 2 millions de USD à l'exportateur français, ce qui lui permet de rembourser la société américaine.

Lors de l'échange final, la société américaine verse 1,7 millions d'euros à l'exportateur français, ce qui lui permet de rembourser l'emprunt.

L'exportateur obtient donc de façon certaine la contre-valeur en euros des 2 millions de dollars versés par la société américaine lors de l'échange initial (il s'agit donc bien d'une couverture ferme) et par ailleurs, par le *swap*, il a versé des intérêts en dollars (comme s'il avait emprunté en dollars), et reçu des intérêts en euros (comme s'il avait placé un montant en euros).

4) Le contrat à terme

L'acheteur (le vendeur) d'un contrat à terme de devises s'engage à acheter (vendre) à une date future donnée, une certaine quantité de **devises** à taux de **change prédéterminé**. Un exportateur (importateur) anticipant une baisse (hausse) de la devise est (acheteur) vendeur de contrats à terme de devises. Il s'agit d'un **engagement ferme** pouvant déboucher soit sur la livraison réelle des devises à l'échéance, soit sur la revente avant terme du contrat s'il est coté.

Les caractéristiques des contrats à terme de devises varient selon l'organisation du marché et la nature des transactions. Il existe :

- des **contrats forward** de devises pour des transactions de **gré à gré** réalisées sur le marché des changes traditionnel ;

- des **contrats cotés** sur des marchés organisés appelés contrats **futurs** de devises. Sur ce type de marché, inexistant en Europe, les échéances ainsi que les montants traités sont standardisés.

5) Les assurances du risque de change par la COFACE

La COFACE⁸ **couvre les variations des cours** de devises **entre la date de fixation du prix et celle du règlement** et, ce, moyennant le versement d'une prime. Elle indemnise l'assuré en cas de perte de change. Dans le cas contraire, elle lui reverse le bénéfice de change totalement ou partiellement selon la nature du contrat conclu. Il existe notamment l'assurance change contrat et l'assurance change négociation avec ou sans intéressement⁹.

1.2.3. Les couvertures permettant de profiter d'une évolution favorable des cours

Toutes les opérations développées ci-après assurent une couverture tout en laissant la possibilité de bénéficier d'une évolution favorable du cours puisqu'il n'y a **pas d'engagement ferme** sur un cours de change. Au contraire, il est possible, jusqu'à une certaine échéance, de renoncer aux cours de change ou aux contrats de devises préalablement déterminés (respectivement dans le cas des couvertures optionnelles sur devises ou sur contrats de devises), de profiter d'un pourcentage du gain de change escompté (change avec intéressement). Notons que les couvertures optionnelles sont, par définition, particulièrement adaptées pour couvrir des risques incertains.

1) Les options de change classiques (ou options au comptant)

a) *Les stratégies simples (à l'échéance)*

L'option de change est un contrat donnant à son acquéreur le **droit** (et non l'obligation) d'**acheter** ou de **vendre** un montant donné de devises à une date (ou pendant une période) déterminée et à un **cours fixé** par avance (appelé prix d'exercice). Le droit d'acheter une quantité de devises contre une autre est un **call** (option d'achat). Le droit de vendre est un **put** (option de vente).

Comme toute option (sur actions, sur obligations...), l'option de change est un **actif dérivé** et **conditionnel**, car sa valeur dépend, d'une part, de

8. Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur. Elle a été fondée en 1946 en tant qu'agence spécialisée dans l'assurance-crédit à l'exportation. Elle a été privatisée en 1994, devenue une société anonyme filiale à 100 % du groupe bancaire Natixis. Elle continue, à côté d'activités privées, à garantir pour le compte de l'État des contrats d'exportation.

9. Les caractéristiques de ces contrats sont détaillées sur le site internet www.coface.fr (rubrique garanties publiques).

celle de l'actif financier sous-jacent (la devise) et, d'autre part, de l'exercice conditionnel d'un droit.

L'**option européenne** se distingue de l'option américaine. Si l'option est européenne, l'acquéreur ne peut exercer son droit qu'à l'échéance. En revanche, pour les **options américaines**, l'option est exerçable à tout moment pendant la période d'exercice située entre la date de création de l'option et l'échéance.

Illustrons l'utilisation d'options en matière de couverture du risque de change. Un **exportateur français** recevra 100 000 dollars dans 3 mois (fin septembre). Il souhaite se prémunir contre une baisse du dollar au cours des trois prochains mois en achetant la possibilité de **vendre ces dollars fin septembre** contre des euros à un prix d'exercice fixé immédiatement. Son banquier lui propose alors d'**acheter une option européenne de vente de dollars** (*Put USD / EUR*), couvrant un montant en devises de 100 000 USD, d'échéance fin septembre et dont le prix d'exercice est de 0,8500 euro par dollar (1 EUR = 1,1764 USD). La prime p est de 0,01 euro par dollar ce qui, compte tenu du montant couvert, fait supporter à l'exportateur une prime totale de 1 000 euros ($0,01 \times 100\,000$ USD).

L'exportateur **exercera l'option**, c'est-à-dire, il vendra les dollars au prix d'exercice si, à l'échéance, le **cours de change au comptant est inférieur au prix d'exercice**. Cette option de vente est alors dite dans la monnaie (cf. tableau 5.7).

Si le 30 septembre, le cours *spot* (cours sur le marché au comptant) est de 0,8000 euro, il exercera l'option en vendant les dollars au cours de 0,8500 euro. L'option ne sera donc exercée que si le cours du sous-jacent (S) est inférieur au prix d'exercice (X) (cf. encadré 5.5, figure 5.1). Il réalisera un gain en exerçant l'option tant que la différence entre le prix d'exercice de 0,8500 euro et le cours *spot* dépasse la **valeur capitalisée**¹⁰ de la prime par dollar payée (cf. encadré 5.5, figure 5.2).

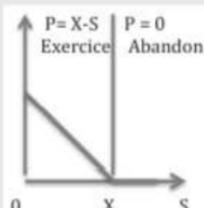
Finalement, en ayant acheté cette option, l'exportateur est certain d'encaisser au minimum le prix d'exercice moins la prime par dollar (cf. encadré 5.5, figure 5.3).

Retenons une deuxième hypothèse selon laquelle le dollar vaudrait 0,0089 euro (celle-ci est dite en dehors de la monnaie, cf. tableau 5.7). Il cédera ses dollars directement sur le marché et perdra la valeur de la prime capitalisée. Le résultat pour chaque hypothèse est présenté dans le tableau 5.6.

10. La prime est exigée à la date de l'achat de l'option et non à l'échéance.

ENCADRÉ 5.5**L'achat d'une option de vente de devises****FIGURE 5.1**

Valeur de l'option de vente de dollars (Put USD/EUR)



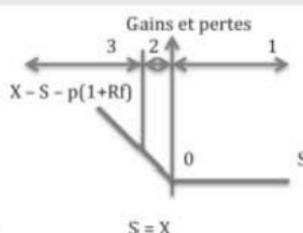
X : cours d'exercice du dollar

S : cours comptant du dollar à la date d'exercice

P : valeur de l'option de vente de dollars (PUT USD/EUR)

FIGURE 5.2

Gains et pertes actualisés à la date d'exercice



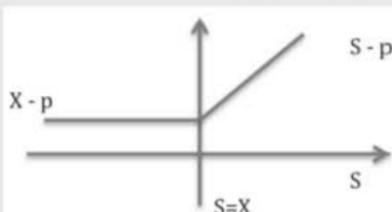
1 : perte - option non exercée

2 : perte - option exercée

3 : gain - option exercée
p : prime en euros à payer par dollar à vendre
Rf : taux d'intérêt sans risque

FIGURE 5.3

Encaissement suite à la vente de dollars à l'achat d'option de vente de dollars



p : prime payée en euros pour un dollar à vendre
X : montant en euros correspondant au cours d'exercice du dollar

S : montant en euros correspondant au cours du dollar à la date d'exercice

TABLEAU 5.6**Résultat de la couverture selon le cours de la devise à l'échéance****a) l'exportateur exerce l'option (1 dollar = 0,8000 euro)**

Produit de la vente	Coût
$100\ 000 \times 0,8500 = 85\ 000$ euros	Prime : 1 000 euros
Montant net : 84 000 euros Montant obtenu en l'absence de couverture : 80 000 euros Perte évitée (par rapport à une absence de couverture) = $84\ 000 - (100\ 000 \times 0,8) = 4\ 000$ euros	

b) l'exportateur n'exerce pas l'option (1 dollar = 0,8900 euro)

Gain de l'opération	Coût
Produit de la vente des dollars au cours du marché : $0,89 \times 100\ 000 = 89\ 000$ euros	Prime : 1 000 euros
Montant net : 88 000 euros (il a profité d'une évolution favorable du cours) Montant obtenu en l'absence de couverture : 89 000 euros Manque à gagner (par rapport à l'absence de couverture) : 1 000 euros (montant de la prime)	

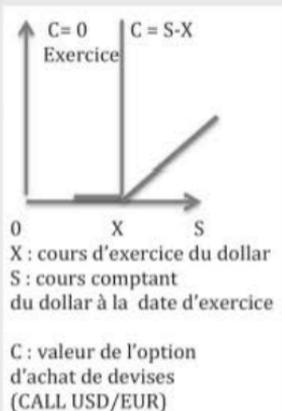
Traisons maintenant l'exemple inverse d'un **importateur français** qui devra régler une facture dans deux mois à l'un de ses fournisseurs américains. Craignant une hausse du dollar, il **achète une option d'achat** de dollars (*Call USD/EUR*), c'est-à-dire le droit d'acquérir, à la date du paiement, des dollars contre des euros à un prix prédéterminé. Il **exercera l'option dès que le cours spot dépassera le prix d'exercice** (dans ce cas, cette option sera dans la monnaie, cf. tableau 5.7). L'**importateur** réalisera alors un gain si la différence entre le cours au comptant et le prix d'exercice du dollar est supérieure au montant de la prime capitalisée par dollar acheté. Dans le cas contraire, le cours à l'échéance du dollar sera inférieur (l'option est en dehors de la monnaie, cf. tableau 5.7), ou égal (option à la monnaie ou à parité) au prix d'exercice. L'importateur aura alors plus intérêt à acheter au comptant les dollars sur le marché des devises que d'exercer l'option. Il perdra alors la prime (cf. encadré 5.6, figures 5.4 et 5.5). La figure 5.6 de l'encadré 5.6 montre que le décaissement consécutif à l'achat d'un dollar et de l'option est au maximum égal à la somme du cours d'exercice et du montant de la prime par dollar acheté, quelle que soit l'évolution des cours.

ENCADRÉ 5.6

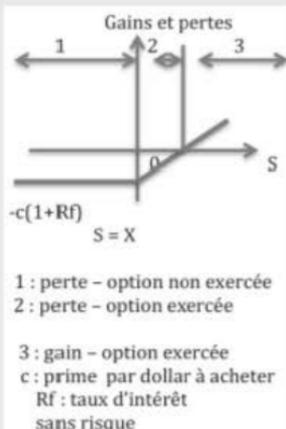
Figures illustrant l'achat d'une option d'achat de devises

FIGURE 5.4

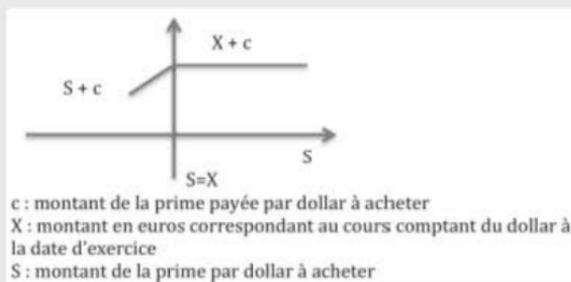
Valeur de l'option d'achat de dollars (USD/EUR)

**FIGURE 5.5**

Gains et pertes actualisés à la date d'exercice

**FIGURE 5.6**

Décaissement en euros suite à l'achat d'un dollar et de l'option d'achat et de dollars décaissement en euros



L'**option de change** est également utilisée pour **couvrir** un **risque** dont la **durée est inconnue** ou portant sur des opérations dont le **déroulement est incertain**, par exemple, une réponse à un appel d'offre international (cf. encadré 5.7). Dans le premier cas, il peut s'agir de la couverture d'un portefeuille d'actifs en devises. Son propriétaire anticipe et redoute une baisse de la devise au cours de la durée de détention incertaine des titres, ce qui aurait pour effet d'en diminuer la valeur vénale. Pour couvrir ce risque, il se porte acquéreur d'une option de vente (*Put* Devise/EUR). Si ces anticipations sont fondées, la perte de valeur de son portefeuille sera compensée par le gain de change lié à l'exercice de l'option. Dans le cas contraire, il ne perdra que le montant de la prime.

ENCADRÉ 5.7

La couverture par options lors d'une soumission à un appel d'offre international

Fin juin, une société américaine met en concurrence trois entreprises françaises pour l'achat d'un équipement spécifique. L'une d'elles est prête à fournir ce matériel pour 100 000 USD. Le coût de revient du matériel est estimé à 85 000 euros. Ainsi, si lors du paiement, fin décembre, le cours de change est inférieur à 0,8500 euro par dollar, l'opération sera non rentable. L'acheteur rendra sa réponse dans trois mois. Le **risque de change reste incertain tant que l'entreprise française n'a pas obtenu le marché.**

Le trésorier de cette dernière décide d'acheter une **option de vente de dollars** avec un prix d'exercice supérieur à 0,8500 (soit 1 euro = 1,1764 USD). L'objectif de cette couverture est de garantir le cours du change à la date à laquelle la société américaine fera connaître sa décision. Les caractéristiques du *Put* USD / EUR sont : (1) montant en devises = 100 000 USD ; (2) prix d'exercice = 1,1494 dollar par euro (soit 0,8700 euro par dollar) ; (3) prime = 0,009 euro par dollar ; (4) date d'échéance = 30 septembre. Différents cas peuvent se produire selon que, fin septembre, l'entreprise est retenue ou non.

1 – L'entreprise n'obtient pas le contrat

a – Le dollar cote 0,8079 euro le 30 septembre.

Le trésorier exerce l'option, ce qui lui permet de vendre 100 000 USD au cours de 0,8700 euro. Comme il ne les obtiendra pas par la vente du matériel, il va acheter 100 000 USD à 0,8079 euro (il peut aussi revendre l'option). Bilan de l'opération = $100\,000 \times (0,8700 - 0,8079) - (0,009 \times 100\,000) = 5\,310$ euros.

b – Le dollar cote 0,9100 euro le 30 septembre.

Le trésorier n'exerce pas l'option et perd la prime, soit 900 euros.

2 – L'entreprise obtient le contrat

a – Le dollar cote 0,8079 euro le 30 septembre.

Le trésorier exerce l'option. Il vend 100 000 USD au cours de 0,8700. Comme il n'obtiendra les dollars que lors du paiement (dans trois mois), il achète 100 000 USD à 0,8079 euro et réalise un gain net de 5 310 euros.

L'opération sera rentable si le cours du dollar lors du paiement est supérieur à 0,7969 euro ($85\,000 - 5\,310$) / 100 000. Parallèlement, il peut s'adresser à sa banque pour réaliser une opération de change à terme. Cette possibilité sera acceptée si le cours à terme proposé est supérieur à 0,7969 euro. Il peut aussi acheter une nouvelle option de vente si la différence entre le prix d'exercice et la prime à payer par dollar excède 0,7969 euro. Dans ce cas, le prix obtenu sera supérieur à 0,7969 euro, quelle que soit la valeur du cours de change fin décembre.

Une **option avec un prix d'exercice de 0,8100** et une prime de 0,009 euros par dollar garantirait à l'entreprise un montant supérieur à 0,7969 euro. Examinons plusieurs éventualités pouvant survenir fin décembre :

1) *Cours au comptant inférieur à 0,8010 euro* : le gain lié à l'exercice de l'option excède le montant de la prime et le résultat est supérieur à 0,7969 euro. Par exemple, avec un cours égal à 0,7900 euro, il obtient $(0,8100 - 0,7900) - 0,009$ soit 0,011. Le prix obtenu est donc $0,7900 + 0,011 = 0,8010$ euro ;

2) *Cours compris entre 0,8010 et 0,8100 euros* (par exemple 0,8050 euros) : il exerce l'option et perdra $(0,8100 - 0,8050 - 0,009)$, soit 0,004 euro. Le prix obtenu est donc $(0,8050 - 0,004)$, soit 0,8010 euro ;

3) *Cours supérieur à 0,8100 euro* : il n'exerce pas l'option, il est certain d'avoir au moins 0,7969 euro. Par exemple avec 0,8200 euro, il n'exerce pas l'option et le prix est $(0,8200 - 0,009)$, soit 0,8110 euro.

b – Le 30 septembre, le dollar cote 0,9100 euro

Le trésorier n'exerce pas l'option et perd le montant de la prime de 900 euros (excepté s'il a revendu l'option avant l'échéance. Dans ce cas, il perd la différence entre les primes initiale et résiduelle).

Il réalisera une opération rentable si, lors du paiement, le cours du dollar est au minimum de $(85\,000 + 900) / 100\,000$, soit 0,8590 euro. Il peut s'adresser à sa banque qui lui proposera un cours à terme. Il l'acceptera s'il est supérieur à 0,8590 euro. S'il achète une nouvelle option de vente telle que le prix d'exercice diminué de la prime à payer par dollar excède 0,8590 euro, le prix obtenu sera supérieur à 0,8590 euro, quelle que soit la valeur du cours de change le 31 décembre.

L'importateur (l'exportateur) français se couvre contre des anticipations de hausse (baisse) de la devise en achetant des contrats d'options. Cela suppose qu'il existe une **contrepartie**, des **vendeurs de contrats d'options**. Ces derniers s'engagent à vendre (acheter) les devises au prix d'exercice. La rémunération, en échange de ce service, est le montant de la prime payée par l'acheteur.

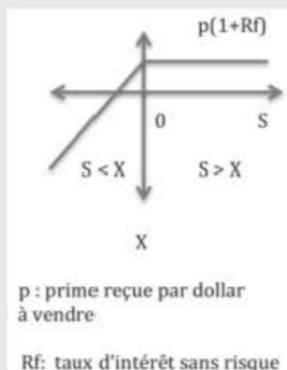
Le **dénouement de l'opération résulte toujours du choix de l'acheteur, selon qu'il exerce ou abandonne l'option**. Dans notre premier exemple, l'exportateur a acheté une option de vente de dollar avec un prix d'exercice de 0,8500 euro. Avec un dollar à l'échéance égal à 0,8000 euro, l'acheteur exercera son option et le vendeur qui s'est engagé à acheter des dollars à 0,8500 euro, réalisera une perte si le montant de la prime capitalisée par dollar (obtenu dès le début de l'engagement) est inférieur à la différence entre le cours au comptant et le prix d'exercice (cf. encadré 5.8, figures 5.7 et 5.8). Si, au contraire, à l'échéance, le dollar cote 0,8500 euro, l'acheteur abandonnera l'option et le vendeur gagnera la prime.

ENCADRÉ 5.8**La vente d'une option de vente de devises****FIGURE 5.7**

Valeur de la position du vendeur de l'option (Put USD/EUR) à la date d'exercice

**FIGURE 5.8**

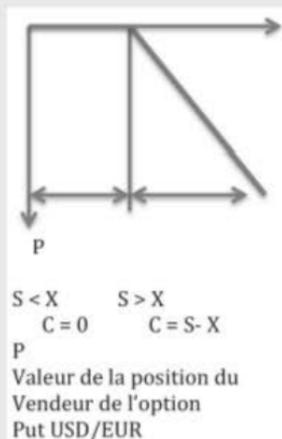
Gains et pertes associés à la vente de l'option (Put USD/EUR) à la date d'exercice



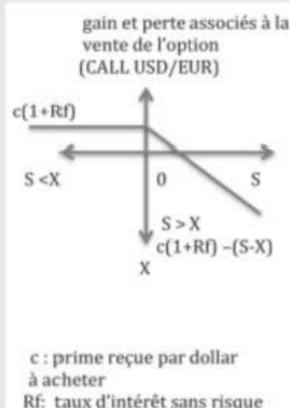
Le cas symétrique du vendeur de l'option d'achat de dollars (Call USD / EUR) est représenté dans l'encadré 5.9.

ENCADRÉ 5.9**La vente d'une option d'achat de devises****FIGURE 5.9**

Valeur de la position du vendeur de l'option (Call USD/EUR) à la date d'exercice

**FIGURE 5.10**

Gains et pertes associés à la vente de l'option (Call USD/EUR) à la date d'exercice



b) La négociation des options de change classiques

Les options cotées sur un marché organisé

Les premières options de change cotées sur le MATIF (Marché international de France)¹¹, USD/FRF et USD/DEM, ont été créées en mai 1994. En mai 1995, ont été créées deux nouvelles classes d'options GBP/DEM et DEM/ITL. Enfin, le dernier lancement en octobre 1995 est l'option DEM/FRF¹². À ce jour, trois types d'options existent sur le marché Euronext-Liffe. Il s'agit des options GBP/ EUR, GBP/USD et EUR/USD. Les principaux marchés organisés d'options de change sont le Philadelphia Stock Exchange et le Chicago Mercantile Exchange, mais leur utilisation reste limitée.

11. Le MATIF a été ouvert à Paris le 15 février 1986. Son rapprochement avec le marché à terme des marchandises en juillet 1988, a donné naissance au Marché international de France. Puis il a été fusionné dans Paris Bourse SBF SA en 1999, société elle-même intégrée aujourd'hui dans la plate-forme paneuropéenne Euronext des marchés dérivés cotés à Paris. Aujourd'hui le MATIF est géré par Euronext Paris SA qui en assure l'organisation et le bon fonctionnement (source : wikipedia).

12. ITL : lire italienne ; DEM : mark ; USD : dollar ; FRF : franc français ; euro : EUR ; GBP : livre sterling.

Les options négociées de gré à gré

Il s'agit d'options négociées auprès d'un intermédiaire financier¹³ dont les caractéristiques sont spécifiques à l'acheteur. En ce sens, ce sont des produits sur mesure. Le revers associé à cette grande souplesse est la difficulté de trouver, d'une part, une contrepartie et d'autre part, d'en obtenir une acceptant ultérieurement que le contrat soit débouclé avant l'échéance. Contrairement aux options cotées, il n'existe pas de chambre de compensation qui, en s'interposant entre eux, facilite le dénouement du contrat avant l'échéance.

Finalement, dans tous nos développements consacrés aux options de change classiques, et quels que soient leurs place et mode de négociation, nous n'avons envisagé jusqu'à présent que des stratégies simples de couverture à l'échéance. En réalité, dans le cas d'achat d'option, le trésorier a le choix entre plusieurs prix d'exercice, ce qui fait varier le coût « initial » de la couverture. Il peut avoir également intérêt à dénouer sa position avant l'échéance, modifiant ainsi son prix final. Cette faculté est systématique sur un marché organisé puisque l'option fait l'objet d'une cotation. Elle est possible sur un marché de gré à gré, où l'acheteur obtient une estimation de son droit et espère trouver un acquéreur auquel il cédera l'option moyennant le paiement de la prime évaluée.

La stratégie de couverture pour un acheteur d'option est aussi ardue dans la mesure où le coût de la couverture (de la prime) évolue selon plusieurs paramètres. De plus, le trésorier peut opter pour une couverture associant différents types d'options classiques. Pour mieux comprendre la complexité des stratégies de couverture mises en place, il est impératif de préciser les déterminants du coût des options.

c) Les déterminants du coût de la prime

Avant l'échéance, la valeur d'une option se décompose en deux éléments :

- la **valeur intrinsèque** qui représente la valeur de l'option en cas d'exercice immédiat et, comme nous l'avons vu dans les exemples précédents, détermine la stratégie d'exercice du détenteur de l'option à l'échéance de celle-ci (cf. tableau 5.7) ;
- la **valeur temps** (ou valeur spéculative), égale à la différence entre le cours et la valeur intrinsèque de l'option, qui rend compte du caractère spéculatif de celle-ci. Qu'il s'agisse d'un *call* ou d'un *put*, la probabilité que le cours soit dans la monnaie étant d'autant plus forte que la date d'échéance est proche, la valeur spéculative de l'option, et donc la prime, diminuent avec le temps (cf. tableau 5.8).

13. 80 % des options de change sont traitées sur des marchés de gré à gré.

TABLEAU 5.7

**Valeur intrinsèque de l'option et stratégie d'exercice à l'échéance
(cotation EUR/devise étrangère)**

	Signification en cas d'achat d'une option...		Stratégie de son détenteur en fonction du type d'option	Valeur intrinsèque
	... d'achat d'euros	... de vente d'euros		
option en dehors de la monnaie **	$C < PE^*$	$C > PE$	abandon de l'option	nulle
option à la monnaie ou à parité ***	$C = PE$	$C = PE$	indifférence entre exercice et abandon	nulle
option dans la monnaie ****	$C > PE$	$C < PE$	exercice de l'option	$C - PE > 0$ (si option d'achat) $PE - C > 0$ (si option de vente)

* C = cours de la devise pour une option respectivement américaine ou européenne ; PE : prix d'exercice.

** Une option est *en dehors de la monnaie* si l'acheteur réalise une perte en exerçant son droit.

*** Une option est *à la monnaie* si son prix d'exercice est égal au cours de l'actif sous-jacent de référence.

**** Une option est *dans la monnaie* si l'acheteur réalise un gain en exerçant son droit.

TABLEAU 5.8

La valeur d'une option en fonction de son type

Type d'option	Valeur intrinsèque	Valeur temps
option en dehors de la monnaie *	nulle	positive, croissante
option à la monnaie	nulle	positive, maximale
option dans la monnaie	croissante	positive, décroissante

* Une option *en dehors de la monnaie* a une probabilité faible d'être exercée.

Selon ses anticipations sur l'évolution des devises, le trésorier pourra moduler le niveau de sa couverture et son prix en achetant des options *dans, en dehors ou à la monnaie*.

Outre le cours de la devise, le prix d'exercice et le plus ou moins grand éloignement de la date d'échéance, **d'autres paramètres** contribuent à déterminer la valeur d'une option de change :

- la **volatilité (ou le risque)** de la devise, qui se mesure à partir de l'écart-type du taux de change : plus la dispersion des cours de la devise est forte, plus la probabilité que l'option (*call* ou *put*) finisse dans la monnaie est importante et plus son prix sera lui-même élevé ;
- le **taux d'intérêt sans risque** : l'achat d'un *call* peut être analysé comme une acquisition de devises, différée jusqu'à la date d'exercice. La valeur actualisée du décaissement du prix d'exercice est donc d'autant plus faible que le taux d'intérêt est lui-même élevé. En conséquence, la valeur d'une option d'achat de devises varie dans le même sens que le niveau du taux sans risque. L'achat d'une option de vente de devise étant au contraire assimilable à une cession différée, la valeur de ce *put* varie de façon inverse au taux d'intérêt.

Enfin, retenons que la prime d'une option américaine coûte plus cher qu'une option *européenne* car l'acheteur peut l'exercer à tout moment.

Deux modèles principaux servent souvent de référence aux praticiens pour calculer la valeur de l'option de change : les modèles de Garman et Kolhagen (1983) et de Bito (1987)¹⁴.

d) Un exemple de stratégie plus complexe à partir d'options classiques

Une **option tunnel** est une combinaison d'options dont l'objet est de diminuer le montant de la prime. Il s'agit de l'achat et de la vente simultanés d'options d'échéances identiques et de prix d'exercice différents. Par exemple, un importateur français achète une option de vente d'euros à la monnaie (prix d'exercice 1 EUR = 1,1277 USD) et vend une option d'achat d'euros en dehors de la monnaie au prix d'exercice (1 EUR = 1,1578 USD).

2) Les options de seconde génération¹⁵

Ces options ont été créées pour répondre à la demande des entreprises désirant **diminuer la prime** (options à barrière) ou **mieux s'adapter à la réalité du risque de change encouru** (options sur moyenne), ou encore **profiter** au mieux **des fluctuations du sous-jacent** quitte à payer une prime plus élevée (cf. tableau 5.10).

Quelques exemples :

- les **options à barrière** : ce sont **les plus utilisées** des options de seconde génération. Elles diffèrent des options classiques par le fait

14. Le lecteur pourra se reporter à la synthèse proposée dans le *Lamy Droit du finance-ment*, article n°5238, 2014.

15. Le lecteur pourra se reporter par exemple à l'ouvrage de J. HULL, *Options, futures et autres actifs dérivés* (ed. française dirigée par P. Roger avec C. Henot, L. Deville), 9^e édition, août 2014.

que le cours de la devise sous-jacente est doté d'un **seuil critique** appelé barrière. On en distingue deux types :

- les options avec **barrière désactivante** (*out*) : la possibilité d'exercer l'option n'existe plus dès lors que le cours au comptant a dépassé la barrière à la hausse (*up*) ou à la baisse (*down*) et, ce, pour un *call* ou un *put*,
- les options avec **barrière activante** : la possibilité d'exercer l'option n'existe qu'à partir du moment où, la barrière a été franchie à la hausse ou à la baisse et, ce, pour un *call* ou un *put*.

Dans la mesure où les options existent ou « meurent » à partir du franchissement de la barrière, elles **confèrent moins de droit** à leur détenteur qu'une option classique. Un corollaire est un **coût** de l'option **plus faible** :

- les **options regrets** (*look-back*) possèdent, à l'échéance, un **prix d'exercice** égal à la **plus faible des valeurs prises par l'actif support** au cours de la durée de vie de l'option. Ces options sont intéressantes en cas d'anticipation d'une **forte volatilité** de la devise et, plus précisément, chaque fois que cette dernière subit de fortes baisses suivies de fortes hausses. Elles permettent donc de profiter au mieux des fluctuations du sous-jacent quitte à payer une prime plus élevée ;
- les **options de change sur moyenne** (**options asiatiques**) où le cours du sous-jacent à l'échéance ou le prix d'exercice est égal à une **moyenne de cours passés**. Elles sont utilisées par les entreprises réalisant un volume d'achat ou effectuant régulièrement des règlements dans la même devise. Elles sont une solution lorsque chaque transaction prise isolément est d'un montant trop faible pour justifier l'acquisition d'une option classique. Le seuil d'accès est de 100 000 dollars par mois couvert ;
- les **options sur options** : ce produit est intéressant en cas de **couverture d'un risque aléatoire**. Au lieu d'acheter une option puis de réaliser une autre opération de couverture lorsque l'entreprise a gagné le marché, comme cela a déjà été développé (cf. encadré 5.8), le trésorier achètera une option (mère) d'une option (filles), l'option fille n'étant « réalisée » que si la première est exercée...

ENCADRÉ 5.10**La couverture par options de change sur moyenne**

Une société française importera des produits alimentaires pour 3 millions de dollars par mois, durant 6 mois. Son trésorier anticipe une hausse de la devise et souhaite couvrir la partie stable estimée à 80 % du montant précédent. Il achète une option sur moyenne pour 6 mois en espérant que le seuil de 0,8840 euro ne sera pas dépassé sur cette période. Il s'adresse à sa banque qui lui propose d'acheter une option d'achat de dollars (*Call/USD / EUR*) pour 2 400 000 dollars tous les mois au **prix d'exercice de 0,8840 euros** (1 EUR = 1,1312 USD). À l'échéance, le trésorier compare la moyenne des cours réels des règlements (pondérée par les montants payés) avec le prix de l'exercice de l'option. Plusieurs cas peuvent se produire :

1. La **moyenne des cours réels** correspondant aux différents règlements est de **0,9146 euros**. Il exerce l'option à l'échéance des 6 mois. La **banque lui verse** la différence entre le prix d'exercice et la moyenne des cours, soit $0,0306 \times 2\,400\,000 \times 0,9146 = 67\,168,22$ euros. La société gagne donc ce montant moins la prime.
2. La **moyenne des cours réels** correspondant aux différents règlements est de **0,8500 euro**. Il n'exerce pas l'option. Il a profité de l'évolution favorable des cours et paye la prime.

TABLEAU 5.9**Les différentes utilisations possibles des options de change**

Type d'option	Utilisation en cas de :
Option à barrière	- recherche principalement d'une prime peu élevée
Option regret	- forte volatilité de la devise
Option sur moyenne	- flux périodiques dans une devise
Option sur option	- couverture d'un risque aléatoire

3) Les warrants sur devises

Ce sont des options de change à long terme, de faible nominal, émises par tranches par des banques sur le marché interbancaire, puis négociées en bourse. Elles peuvent être de type américain ou européen. Les call warrants sont des options d'achat et les put warrants sont des options de vente. Leur maturité à l'émission peut varier de 6 mois à 5 ans.

Les warrants/devises existent dans les couples de devises suivants : EUR/GBP, EUR/JPY, EUR/USD, USD/JPY. Ils sont commercialisés par différentes banques (ex. : Commerzbank)

TABLEAU 5.10**Exemple de cotation de warrant / devises**

Sous-jacent	Type	Maturité	Taux	Parité	Code ISIN	Quotité	Prix d'exercice
EUR/GBP	CALL	04/06/2008	6,20	1/100	DE3RD8	500	0,7

Chaque warrant donne le droit d'acheter 100 EUR contre GBP au prix de 1 EUR = 0,7 GBP, à tout moment, jusqu'au 4 juin 2008 (si warrant de type américain). La quotité minimale étant de 500, toute transaction sur ce warrant porte au minimum sur un nominal de $500 \times 100 = 50\,000$ EUR. Ce warrant peut être acheté à $6,20 \times 100 = 620$ EUR.

Les caractéristiques des warrants sont librement choisies par les banques émettrices : les dates d'échéance, prix d'exercice ou les parités peuvent être différentes pour un même sous-jacent d'une banque à l'autre.

4) Les options sur contrats de devises ou options sur futures

Les options sur contrats de devises ou options sur futures donnent le droit d'acheter ou de vendre un contrat de devises, moyennant le versement d'une prime et sont cotées notamment sur le Philadelphia Stock Exchange et le Chicago Mercantile Exchange.

Les transactions sur les marchés de gré à gré des options sur devises représentent plus de 120 fois celles existantes sur les marchés organisés d'options sur devises.

5) Le change à terme participatif (ou avec intéressement)

Le change à terme participatif permet à l'entreprise de bénéficier d'un pourcentage, fixé préalablement, sur les gains de change escomptés. Le trésorier s'adresse à la banque qui fixe un cours à terme avec intéressement. Il s'agit là d'un produit **moins souple** que les options dans la mesure où il ne couvre pas un risque aléatoire. Son seuil d'accès et son coût sont respectivement inférieurs et supérieurs à ceux des options.

Prenons l'exemple d'une entreprise désirant couvrir un montant de 100 000 dollars, exigible dans 3 mois sur l'achat de matières premières. Son trésorier considère que la marge générée par les produits finis issus de ces matières restera satisfaisante tant que le dollar restera inférieur à 0,9146 euros. Il anticipe une évolution favorable des cours (une baisse) et **souhaite profiter des gains de change tout en se couvrant**. Le cours d'achat au comptant est de 0,8383 euro.

Le trésorier s'adresse à son banquier qui lui fait deux propositions : (1) un cours d'achat à terme ferme de 0,8459 euros (soit 1 EUR = 1,1821 USD) ; (2) un cours à terme de 0,8687 euros (soit 1 EUR = 1,1511 USD)

avec un intéressement de 65 %. Il accepte la seconde offre qui lui garantit l'achat dans trois mois des dollars au cours de 0,8687 euro et 65 % d'une éventuelle baisse des cours.

Si, à l'échéance, le **cours au comptant** du dollar est de **0,8079 euro**, le trésorier achètera des dollars au cours de 0,8687 euro et recevra de la banque $0,65 \times (0,8687 - 0,8079) \times 100\,000$, soit 3 952 euros. Mais il paiera un surcoût de $(0,8687 - 0,8459) \times 100\,000$, soit 2 880 euros, par rapport au cours à terme ferme de 0,8459 euro. Le gain net spécifique au terme participatif est donc de 1 672 euros. Avec un terme « classique », il aurait perdu $(0,8459 - 0,8079) \times 100\,000$, soit 3 800 euros (cf. tableau 5.11a).

Si le **cours spot** est de **0,8993 euro** à l'échéance, le trésorier achètera des dollars au cours de 0,8687 euro et ne recevra aucun intéressement. Il réalisera un gain de 100 000 euros $(0,8993 - 0,8687) \times 100\,000 = 3\,060$ euros. Toutefois, avec un terme « classique », il aurait gagné $(0,8993 - 0,8459) \times 100\,000 = 5\,340$ euros (cf. tableau 5.11b). Cet écart défavorable de 2 280 euros pour le change à terme participatif provient de la différence de prix d'achat des dollars : $(0,8687 - 0,8459) \times 100\,000$.

TABLEAU 5.11**Comparaison entre les changes à terme classique et participatif****a) le cours au comptant est de 0,8079 euro**

	Change à terme classique	Change à terme participatif
Intéressement	0	3 952
Gain de change	0	0
Perte de change	3 800	2 280 + 3 800
Bilan	- 3 800	- 2 128

b) le cours au comptant est de 0,8993 euro

	Change à terme classique	Change à terme participatif
Intéressement	0	0
Gain de change	5 340	3 060
Perte de change	0	0
Bilan	5 340	3 060

Au terme de cette section, nous pouvons nous interroger sur la **pratique des firmes en matière de couverture du risque de change**. L'Association française des trésoriers d'entreprises (AFTE) a mené en 2014 des entretiens auprès de 48 entreprises dont 22 du CAC 40. D'après cette enquête (synthétisée dans *Les Echos*, article du 20 mars 2014) :

- 84 % des entreprises utilisent des contrats à terme de change en 2010 (contre respectivement 70 % et 45 % en 2003 et 1999) ;
- 70 % des entreprises utilisent des options simples en 2010 (contre respectivement 55 % et 50 % en 2003 et 1999) ;
- 40 % des entreprises utilisent des options complexes en 2010 (contre respectivement 35 % et 30 % en 2003 et 1999) ;
- enfin, 22 % des entreprises utilisent des produits structurés comme des options à barrière (contre respectivement 22 % et 0 % en 2003 et 1999).

Le tableau 5.12 fournit des statistiques récentes quant à l'utilisation des produits disponibles sur un marché organisé.

TABLEAU 5.12**Volume d'activité journalière nette sur la place de Paris***(en milliards de dollars)*

	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Comptant	19	9	13	25	27	37
Terme sec (=change à terme)	3	2	5	8	10	9
Swaps cambistes (=swap de change)	50	38	47	87	104	135
Swap de devises	1	0	1	1	4	3
Options	5	1	2	6	6	5
Produits de change	77	50	67	127	152	190

Source : enquête triennale BRI changes – dérivés avril 2013.

Enfin, spécifiquement pour les groupes cotés, il convient de s'interroger si la norme IAS 39 n'a pas eu des conséquences sur les pratiques en matière de gestion des risques. À ce sujet, le lecteur peut se reporter à l'encadré suivant ainsi qu'à l'étude citée note 22, chapitre 5, 4.

ENCADRÉ 5.11**Impact de la norme IAS 39 sur les pratiques**

Cet article résume le contenu d'une enquête AFTE et d'une étude faite par Grenoble École de Management sur l'impact de la norme comptable sur la gestion du risque de change.

Premier constat : l'actuelle IAS 39 est d'abord considérée comme complexe et sa documentation comme une **contrainte** par bon nombre d'entreprises. Cela semble d'autant plus vrai dans les entreprises peu équipées en compétences comptables et financières (TPE notamment).

Deuxième constat : les trésoriers sont unanimes à remarquer que **la norme augmente la volatilité du résultat financier**. Les effets sont tels que les trésoriers adoptent souvent un comportement stratégique, plus ou moins formalisé, leur permettant de composer avec celle-ci, soit qu'ils cherchent à l'éviter, soit qu'ils cherchent à la dépasser.

Probablement parce que la couverture par les analystes financiers est plus importante, ces ajustements sont plus fréquents dans les grands groupes du CAC 40 dont 91 % déclarent avoir modifié leurs pratiques d'utilisation des produits dérivés. Ce chiffre tombe à seulement 50 % dans les sociétés de taille intermédiaire.

Et si les entreprises françaises restent toujours les championnes de l'utilisation de ces produits dérivés, notamment pour la couverture du risque de change (84 % d'entre elles y ont recours contre seulement 75 % dans le reste du monde), la grande majorité des opérations sont désormais **systématiques**, car venant en couverture de l'achat ou de la vente d'un sous-jacent physique tel que matières premières, machines, etc.

Certes, la mise en place de procédures gravées dans le marbre offre un certain confort vis-à-vis des dirigeants et des actionnaires, mais il y a un prix à payer pour cela, car acheter des produits dérivés ne se fait pas sans coût (le différentiel de taux d'intérêt entre les devises pour les contrats à terme ou la prime pour les options). Sur une année, ces coûts peuvent même atteindre quelques 3 à 4 % du montant des transactions, voire 10 %, lorsqu'il s'agit de couvrir la devise d'un pays émergent.

On met là à jour une spécificité des entreprises françaises : celles-ci couvrent très largement, pour un coût élevé, un risque dont elles ne cherchent pas réellement à évaluer l'ampleur et/ou la probabilité. Peut-être est-ce parce que le besoin de se couvrir, face à la norme et à l'interprétation qu'en font les analystes, prend le pas sur la réalité économique de l'entreprise...

Source : article rédigé par P. Dupuy, « Risques : les effets pervers de la norme sur le métier du Trésorier », site internet syntheseonline.fr.

2. La gestion du risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt est l'**incidence de la variation non anticipée des taux d'intérêt sur la valeur d'un actif**. Nous l'identifierons en distinguant les emprunts ou placements existants des opérations futures puis présenterons les mesures du risque de taux et, enfin, les techniques de couverture.

2.1. Le risque de taux d'intérêt pour un placement ou un emprunt existant

Le risque de taux est souvent mis en évidence à travers l'exemple de l'évaluation d'une obligation à taux fixe, remboursable *in fine*. Son cours est déterminé en actualisant la somme des flux futurs attendus : les différents coupons et le remboursement du capital en fin de vie. Le **cours** de l'obligation est **constant**, quelle que soit sa durée de vie résiduelle, **si le taux d'actualisation utilisé reste stable** dans le temps. Le taux utilisé pour actualiser les flux est le taux de rentabilité requis par les investisseurs compte tenu du niveau de risque du titre (ou taux du marché) qui prévaut à ces différentes dates. Si ce **taux augmente**, le **cours** de l'obligation **diminue** et inversement (cf. encadré 5.12).

ENCADRÉ 5.12

Relation entre cours d'une obligation et taux d'intérêt du marché

Soit une obligation émise à taux fixe de 10 %, au nominal de 100 euros, pour une période de 5 ans, amortie *in fine* au pair. Son cours sera égal à 100 euros tant que le taux de rentabilité requis par le marché, compte tenu de son niveau de risque, sera égal au taux nominal servi par le titre* :

$$10 / (1,1) + 10 / (1,1)^2 + 10 / (1,1)^3 + 10 / (1,1)^4 + 110 / (1,1)^5 = 100 \text{ euros}$$

En revanche, si ce taux requis passait juste après l'émission de 10 % à 8 % pour rester ensuite constant, la valeur de l'obligation deviendrait égale à 107,96 euros**. Si son détenteur la vendait à ce cours (réalisant alors une plus-value), le nouvel acquéreur payerait 107,96 un titre lui donnant droit à un coupon de 10 euros par an et à un remboursement de 100 euros. Son placement lui rapporterait un taux de rentabilité actuariel de 8 %.

En supposant que ce taux varie de 10 % à 12 % juste après l'émission, la valeur de l'obligation deviendrait égale à 92,78 euros***. Le détenteur de cette obligation enregistrerait donc une perte s'il revendait l'obligation avant son terme. L'acquéreur ferait, quant à lui, un investissement lui rapportant 12 % (si le taux du marché reste stable).

* Par exemple si, deux ans après l'émission, la rentabilité exigée pour le titre correspond toujours au taux d'intérêt servi, soit 10 %, son cours sera toujours de 100 euros : $10 / (1,1) + 10 / (1,1)^2 + 110 / (1,1)^3 = 100 \text{ euros}$.

** $10 / (1,08) + 10 / (1,08)^2 + 10 / (1,08)^3 + 10 / (1,08)^4 + 110 / (1,08)^5 = 107,96$.

*** $10 / (1,12) + 10 / (1,12)^2 + 10 / (1,12)^3 + 10 / (1,12)^4 + 110 / (1,12)^5 = 92,78$.

Ainsi, en cas de **hausse des taux**, l'**investisseur** enregistre une **perte** s'il revend l'obligation avant son terme (cf. encadré 5.12). Il encourt un **risque sur le capital**. Inversement, en cas de **baisse des taux**, le détenteur d'une obligation verra la **valeur** de marché de son titre **augmenter** (la plus-value reste cependant potentielle tant qu'elle ne sera pas réalisée

par la cession du titre). Le détenteur supporte également un autre risque en cas de baisse des taux : les **coupons** sont **replacés** à un **taux inférieur** au taux nominal (risque de réinvestissement des coupons). En outre, le montant du coupon sera diminué pour les obligations à taux révisable et variable¹⁶.

En cas de **baisse des taux**, l'émetteur de l'obligation subit un **coût d'opportunité**. En effet, il s'est engagé à payer annuellement 10 % du montant de l'obligation. Il supporte un coût de la dette plus élevé que ses concurrents ou lui-même, au cas où ils émettraient un emprunt avec un taux du marché obligataire égal à 8 %. De ce fait, en cas de baisse des taux, la valeur de marché de ses engagements augmente.

2.2. Le risque de taux pour un placement ou un emprunt futur

Le futur émetteur supporte le **risque d'emprunter à un taux supérieur** au taux courant initial. *A contrario*, il bénéficiera d'une baisse des taux. **L'investisseur** qui doit placer un montant dans le futur supporte le **risque d'une baisse des taux**. En cas de hausse des taux, il fera un gain par rapport à la situation initiale.

Pour une entreprise, les **fluctuations de taux** entraîneront une **variation de la valeur** de ses **dettes** et de ses **actifs** à caractéristique obligataire (cf. tableau 5.13). Ces fluctuations lui seront défavorables si la différence entre la valeur de marché des actifs de taux et celle des dettes se réduit.

TABLEAU 5.13

Les conséquences des fluctuations de taux d'intérêt sur la valeur des actifs et passifs de l'entreprise

	Actifs à taux fixe Placements/créances		Passifs à taux fixe Dettes	
	actuels	prévus	actuelles	prévues
Baisse des taux	Gain	Perte	Perte	Gain
Hausse des taux	Perte	Gain	Gain	Perte

Source : G. Charreaux, op. cit., 2014, p. 243.

16. Après le choix du taux de référence, une des principales caractéristiques qui différencie l'emprunt à taux variable et révisable est la période utilisée pour le calcul des coupons (Cf. chapitre 2, 2.2.). Le risque sur intérêts associé au coupon est plus élevé pour un emprunt à taux révisable dans la mesure où la durée entre la période de calcul de ce dernier et le moment de son détachement est plus importante.

2.3. La mesure du risque de taux d'intérêt

Pour une obligation, le risque de taux est mesuré par deux indicateurs, la sensibilité et la duration. Leur portée opérationnelle sera abordée dans les développements ultérieurs consacrés aux couvertures traditionnelles de risque de taux.

La **sensibilité** est une mesure de la variation relative des cours de l'obligation par rapport à la variation des taux d'intérêt. Par exemple, une sensibilité égale à 3 signifie que le cours de l'emprunt varie de 3 % lorsque les taux d'intérêt varient de 1 %. Plus la durée de vie de l'actif est longue et le taux nominal faible, plus la sensibilité est forte. Cette mesure d'élasticité est la suivante :

$$S = - [d(P) / P] / d(t)$$

où S est la sensibilité, P le cours de l'obligation et t le taux d'intérêt du marché.

La **duration** est la durée de vie moyenne de l'obligation pondérée par le poids respectif des différents flux versés à chaque échéance :

$$D = \left[\sum_{t=1}^n t C_t / (1+i)^t \right] / P$$

où D est la duration ; C_t , le coupon obtenu en fin de chaque période pendant n années ; P, le cours de l'obligation et i, son taux actuariel.

La **relation entre la duration et la sensibilité** est la suivante :

$$D = - S / (1 + i)$$

ENCADRÉ 5.13

La duration d'une obligation à taux fixe

Un trésorier a acquis des obligations, remboursables in fine, d'une valeur de 100 euros servant un taux de 10 % et ayant une maturité égale à 5 ans. Pour calculer sa duration reprenons la formule ci-dessus et qui comprend :

- au numérateur :

$$\left[\sum_{t=1}^n t C_t / (1+i)^t \right]$$

$$1 \times 10 / (1,10) + 2 \times 10 / (1,10)^2 + 3 \times 10 / (1,10)^3 + \dots + 5 \times 110 / (1,10)^5 = 416,96 ;$$

- au dénominateur P :

$$10 / (1,10) + 10 / (1,10)^2 + 10 / (1,10)^3 + 10 / (1,10)^4 + 110 / (1,10)^5 = 100 \text{ euros.}$$

La duration est de 416,96/100 soit 4,16 années, le taux d'actualisation étant de 10 %. La sensibilité est égale à -4,16 / 1,1 soit -3,79. Ceci implique que toute hausse de 1 % du taux requis entraînera une baisse de 3,79 % du cours de l'obligation, et inversement.

2.4. Les techniques de couverture

Aux techniques traditionnelles de couverture s'ajoutent désormais des techniques plus récentes faisant appel à des produits de couverture avec un engagement ferme ou non sur un taux d'intérêt.

2.4.1. Une couverture traditionnelle

Une placement ou une dette sont immunisés si le taux de rentabilité du placement ou le coût de l'emprunt est égal au taux attendu en début de période. Pour ce faire, l'**horizon** du placement ou de l'emprunt doit correspondre à sa **duración**, à condition que la structure des taux soit plate ou les chocs sur les taux d'intérêt, uniformes.

Pour illustrer l'utilisation de cette technique de couverture, prenons l'exemple d'une entreprise détenant des obligations d'une durée égale à 4,16 années (nominal 100 euros ; durée de vie de l'emprunt de 5 ans ; taux d'intérêt égal à 10 %). Le placement sera immunisé si le trésorier les conserve durant 4,16 années. Supposons deux situations où le taux d'intérêt requis par le marché est respectivement de 10 % et de 12 %, juste après l'acquisition de ces obligations et reste invariant. Ainsi, après le choc initial, la structure des taux est plate dans ces deux hypothèses. Les simulations présentées dans le tableau 5.14 montrent que, dans le second cas, le gain sur les réinvestissements des coupons compense la moins-value de cession.

TABLEAU 5.14

L'immunisation d'un placement à taux fixe : montant récupéré à l'échéance selon les taux du marché

Coupon annuel de 10 euros	Durée résiduelle	Produit du réinvestissement des coupons à 10 %	Produit du réinvestissement des coupons à 12 %
Coupon 1	3,16	13,514*	14,306
Coupon 2	2,16	12,285	12,773
Coupon 3	1,16	11,169	11,404
Coupon 4	0,16	10,153	10,182
Coupon couru		1,6	1,6
		-----	-----
Cession de l'obligation au bout de 4,16 années		48,721	50,265
TOTAL		101,536**	100,011**
		150,257	150,636

* Le coupon de 10 euros obtenu à la fin de la première année est placé au taux de 10 % durant 3,16 années : $(10 \times (1,10)^{3,16}) = 13,514$.

** $101,536 = 110 / (1,10)^{0,84}$; $100,011 = 110 / (1,12)^{0,84}$.

La duration s'applique également à un portefeuille d'actifs. En l'occurrence, la duration d'un portefeuille est égale à la moyenne des durations des titres qui le composent.

2.4.2. Les couvertures fermes

Ce paragraphe rappelle les techniques de couverture ferme en distinguant les opérations de gré à gré des couvertures réalisées à l'aide de contrats à terme cotés sur les marchés organisés.

1) La couverture par opérations de gré à gré

a) *Le terme contre terme ou « forward-forward »*

Le **terme contre terme** permet de **fixer** aujourd'hui **les conditions de volume et de taux** d'un placement ou d'un emprunt futur. Un trésorier qui souhaite emprunter dans trois mois pour une durée de cinq mois peut dès maintenant établir son taux d'emprunt en demandant un terme contre terme à sa banque. Cette opération l'assure également que la banque lui accordera ce prêt. En contrepartie, il est contraint **d'emprunter auprès de la banque** qui a dû emprunter la somme en question et la replacer en attendant le début du prêt.

b) *Le Forward Rate Agreement*

Le *Forward Rate Agreement* (FRA) est un **accord** entre deux parties portant **sur un taux d'intérêt futur**, pour une somme et une période déterminées. Contrairement au terme contre terme, il n'y a pas d'obligation de prêt ou d'emprunt avec la banque contractante. Par définition, le FRA est utilisé pour couvrir des positions futures. Les durées les plus usuelles sont inférieures à un an. Le **différentiel de taux** entre celui prévalant à cette date et celui garanti par la banque (à la signature du contrat) sera **payé** à une date dite de règlement.

ENCADRÉ 5.14**La couverture d'un emprunt futur par FRA**

Le 15 mars, un trésorier sait qu'il devra emprunter 5 millions d'euros dans 3 mois, pour une durée de 6 mois. Craignant une hausse des taux d'intérêt, il achète en mars un FRA au taux de 3,3 %, valable à compter du 15 juin, pour ce montant et une durée de 6 mois. Étudions deux hypothèses concernant l'évolution du taux d'intérêt à l'expiration du délai de 3 mois.

1. Le 15 juin, le **taux de référence du FRA** (EURIBOR par exemple*) **est de 3,8 %**. Les craintes de l'entreprise étaient fondées. La banque lui versera 12 500 euros**, afin de compenser le surcoût engendré par la hausse des taux. Le taux d'emprunt est donc bien fixé à 3,3 %. Ce différentiel d'intérêt étant versé en juin, et non en fin de période comme c'est l'usage en matière de prêts/emprunts, il convient d'actualiser celui-ci au taux du marché. La banque paiera donc à l'entreprise à l'issue des trois mois (le 15 juin) : 12 266,92 euros***.
2. À l'expiration du délai de 3 mois, le **taux de référence du FRA est de 2,8 %**. Les anticipations du trésorier ne sont pas vérifiées. Il empruntera sur le marché à 2,8 % et versera à la banque le différentiel d'intérêt** actualisé de 12 266,92 euros. Ne pouvant profiter de la baisse des taux, il a bien fixé son taux d'emprunt à 3,3 %****.

* Les taux d'intérêt sont fictifs puisque le taux EURIBOR 3 mois par exemple au 30 mai 2014 s'élève à 0,32 %.

** 5 millions d'euros $\times (3,8 \% - 3,3 \%) \times 180/360 = 12\,500$ euros.

*** $12\,500 / [1 + (3,8 \% \times 180/360)] = 12\,266,92$ euros.

**** 5 millions d'euros $\times (3,3 \% - 2,8 \%) \times 180/360 = 12\,500$ euros.

Comme dans le cas du *forward-forward*, un acheteur (vendeur) de FRA fixe à l'avance le coût de son futur emprunt (placement) et se couvre contre une hausse (baisse) des taux d'intérêt.

c) *Les swaps de taux*

Les **swaps de taux** sont des opérations dans lesquelles **deux contreparties** contractent simultanément un **prêt** et un **emprunt** (dans une même devise), pour un **même nominal** mais sur des **références de taux différentes**. Seuls, les intérêts seront échangés (cf. encadré 5.15). En pratique, pour se couvrir, les entreprises s'adressent aux banques qui assurent la contrepartie de l'opération.

ENCADRÉ 5.15**La couverture de taux d'intérêt par swap**

Une entreprise, endettée au taux fixe de 4 %, anticipe une baisse des taux. Pour ne pas subir de coût d'opportunité et réduire ses frais financiers (si ses anticipations sont fondées), elle désire échanger son taux fixe contre un taux variable (EURIBOR). Pour cela, elle s'adresse à sa banque qui lui propose de lui verser les charges financières calculées sur l'EURIBOR en échange d'un versement d'intérêts au taux de 4 %.



La banque proposera ensuite à une autre entreprise un emprunt à taux fixe (par exemple 3,8 %) contre EURIBOR, encaissant une marge de 0,2 %.

Les différentes stratégies de couverture par *swap* de taux suivies par les trésoriers sont présentées dans le tableau 5.15.

TABLEAU 5.15**Les stratégies de couverture par *swap* de taux**

Anticipation : hausse des taux	Anticipation : baisse des taux
Emprunteur taux variable : échanger le taux variable contre le taux fixe	Emprunteur taux fixe : échanger le taux fixe contre le taux variable
Prêteur taux fixe : échanger le taux fixe contre le taux variable	Prêteur taux variable : échanger le taux variable contre le taux fixe

2) La couverture par contrats à terme sur marchés organisés

La technique employée consiste à **gagner sur le contrat à terme ce que l'on perd sur le comptant**, que ce soit pour des positions futures ou existantes. Ce principe sera illustré avec différents exemples. Les **contrats à terme** sont **négociés** directement **sur un marché de gré à gré** (en s'adressant à un intermédiaire financier qui propose du « sur-mesure ») **ou sur un marché organisé** (les contrats sont standardisés). Ils sont qualifiés respectivement de **contrats forward** et de **contrats futures**.

Les **contrats futures** les plus utilisés permettant de gérer la couverture des taux d'intérêt sont :

- le **contrat à terme EURIBOR 3 mois** cotés et négociés sur le **NYSE-LIFFE** (cf. tableau 5.16) pour le court terme. Ce contrat est un FRA

standardisé coté sur un marché organisé (le NYSE-LIFFE). En ce sens, il s'agit d'un **Future** (et non *Forward*) **Rate Agreement**.

- le **contrat à terme EURO-BUND pour le long terme coté sur l'EUREX**. Il porte sur un emprunt d'État fictif (notionnel) d'un montant nominal de 100 000 euros remboursable *in fine*, ayant un taux nominal annuel de 6 % remboursable *in fine* et une durée comprise entre 8,5 à 10,5 ans. Il existe également des EURO-OAT Futures sur ce même marché dont la taille du contrat correspond à 100 000 EUR.

Quel que soit le type de contrat, pour une position future ou existante, la **stratégie de couverture** consistera :

- à **vendre des contrats** en cas de perte liée à une **hausse des taux** du marché ;
- à **acheter des contrats** en cas de perte liée à une **baisse des taux**.

TABLEAU 5.16

Les caractéristiques des contrats à terme EURIBOR 3 mois

	Contrat EURIBOR 3 mois
Sous-jacent	Taux EURIBOR 3 mois
Nominal	1 000 000 EUR
Mode de cotation	100 – taux EURIBOR 3 mois (3 décimales)*
Tick	0,005 point de base soit 12,5 euros
Échéances	4 échéances mensuelles rapprochées et des échéances trimestrielles parmi mars, juin, septembre, décembre
Cours de liquidation	Il correspond à 100 moins EURIBOR 3 mois moyen établi le jour de la clôture et arrondi à deux décimales.

* Un contrat coté 94,60 offre un taux d'intérêt de 5,40 %.

Source : NYSE-LIFFE.

a) La couverture par contrat EURIBOR 3 mois

Le contrat EURIBOR 3 mois permet de couvrir des risques de taux sur quelques mois (idéalement trois mois). À l'échéance du contrat, il y a toujours **paiement de la différence** entre le taux au comptant du EURIBOR 3 mois prévalant sur le marché (qui est systématiquement le taux du contrat EURIBOR à cette même date) et le taux du contrat 3 mois préfixé. Si les anticipations sont correctes, le paiement de cette différence compensera, plus ou moins parfaitement, la perte enregistrée sur le « physique » (le placement ou l'emprunt réalisé ou à venir). Par cette stratégie, son utilisateur se procure le taux du contrat EURIBOR 3 mois pour une durée de 3 mois.

L'encadré 5.16 fournit un exemple de fixation du taux d'intérêt d'un emprunt futur à l'aide d'un contrat EURIBOR 3 mois. De façon symétrique,

ce dernier peut permettre de couvrir une opération de placement. Par exemple, en janvier, un trésorier sachant qu'il aura un excédent de trésorerie, durant trois mois et dans trois mois, peut acheter des contrats EURIBOR 3 mois échéance mars, s'il craint une baisse des taux durant la période janvier-mars.

- La **couverture** par contrat EURIBOR est d'autant moins **efficace** que :
 - la durée de l'opération de prêt/emprunt ne coïncide pas avec celle du contrat (3 mois) : c'est le risque de base. Par exemple, si la durée de l'emprunt est supérieure, son taux sera différent de celui du contrat EURIBOR 3 mois. La compensation sera moins bonne ;
 - le **montant** à prêter/emprunter **n'est pas un multiple de 1 million d'euros** ;
 - le taux du placement ou de l'emprunt n'est pas l'EURIBOR. Par exemple, si l'entreprise s'engage dans des placements ou des financements indexés sur un taux d'intérêt à référence monétaire ou obligataire (cf. chapitre 2, 2.), la qualité de la couverture dépendra de la bonne corrélation entre l'évolution du taux retenu et celle de l'EURIBOR 3 mois : il s'agit là du **risque de corrélation**.

ENCADRÉ 5.16

La couverture d'un emprunt futur par contrat EURIBOR 3 mois

Après analyse du budget de trésorerie de son entreprise, un trésorier décide en janvier de contracter un emprunt de 3 millions d'euros dès le 15 mars, pour une durée de 3 mois (jusqu'au 15 juin inclus). Redoutant une hausse des taux entre janvier et mars qui augmenterait son coût d'emprunt, il souhaite se couvrir. Début janvier, le contrat EURIBOR à échéance mars cote 96,39. La stratégie de couverture et son résultat sont respectivement présentés ci-après.

1. La stratégie de couverture

Le trésorier cherche donc à garantir son taux d'emprunt en le fixant dès janvier. Il **vend des contrats EURIBOR 3 mois** échéance mars au prix de 3,61 % (100 - 96,39). Il **s'assure** alors son **taux d'emprunt** de 3,61 % sur la période de janvier à mars. Si la hausse des taux se réalise, elle entraînera systématiquement une baisse de la valeur du contrat qui pourra alors être racheté à un taux inférieur. L'écart entre le cours de vente et le cours d'achat du contrat à terme compensera la perte réalisée sur l'emprunt contracté au taux du marché. Le nombre de contrats vendus est de 3 puisque leur taille unitaire est de 1 million d'euros et que le montant de l'emprunt s'élève à 3 millions d'euros.

2. Les résultats de la couverture en fonction de deux éventualités

a/ Le 15 mars, la hausse des taux a eu lieu et le taux au comptant du **EURIBOR 3 mois** est effectivement **égal à 4,12 %**. En conséquence, le cours du contrat EURIBOR 3 mois échéance mars vaut en mars 100 - 4,12, soit 95,88.

Il rachète les trois contrats à un cours inférieur au cours de vente et gagne 3 825 euros = $(96,39 - 95,88) \times 3 \times 1\,000\,000 \times 90/36\,000$.*

Il emprunte en mars au taux courant de 4,12 % pour une durée de 3 mois. Le surcoût s'élève à : $(4,12 - 3,61) \times 3\,000\,000 \times 90/36\,000 = 3\,825$ euros. La compensation étant parfaite, il a obtenu un emprunt au taux de 3,61 %.

b/ Le 15 mars, le taux au comptant de l'**EURIBOR 3 mois** est de **3,26 %** (cours du contrat = 96,74). Le trésorier emprunte alors à 3,26 % et paiera la marge négative de 35 centimes (3,61 - 3,26), soit un coût total de $0,35 \times 90/36\,000 \times 1\,000\,000 \times 3$, c'est-à-dire 2 625 euros. La charge financière totale s'élève donc à 27 075 euros**, correspondant à un taux de 3,61 %.

* Ce qui équivaut à $(4,12 - 3,61) \times 3 \times 1\,000\,000 \times 90/36\,000$.

** Soit $3\,000\,000 \times 3,26 \times 90/36\,000 + 2\,625$.

b) La couverture par **contrat à terme EURO-BUND pour le long terme**

Le **contrat notionnel** permet de couvrir des placements ou emprunts de **longue durée**, c'est-à-dire pour des postes « du haut de bilan ». Rappelons que le notionnel est un emprunt de 8,5 à 10,5 ans. En **gestion de trésorerie**, les **emplois et ressources** étant de **durée** beaucoup plus **courte**, l'**utilisation** de ces contrats peut être envisagée essentiellement **dans les cas suivants** :

- l'équilibre financier de l'entreprise est tel (cf. chapitre 1, 1.), que celle-ci dispose d'un **excédent de trésorerie structurel** lui permettant d'envisager un emprunt ou un placement de longue durée (en obligations par exemple) ;
- la **structure des taux est inversée** (taux courts > taux longs) et l'entreprise n'anticipe pas durablement une baisse des taux courts. Dans ce cas particulier, il sera profitable de **financer** (placer) les **augmentations** (réductions) de BFR en recourant à **des instruments** financiers à taux long. Évidemment, si la structure des taux est « normale » (taux long supérieur au taux court), financer les variations du BFR par le fonds de roulement entraînerait un coût trop élevé.

2.4.3. Les couvertures optionnelles

La présentation des couvertures optionnelles se fera, là encore, en distinguant les opérations de gré à gré des couvertures réalisées à l'aide de contrats cotés sur les marchés organisés.

1) Les couvertures sur marché de gré à gré

a) *Les options sur FRA*

L'entreprise qui se couvre par un FRA se prive de profiter d'une évolution favorable des taux d'intérêt. Une solution consiste à acheter une option sur FRA, moyennant le paiement d'une prime. Une **option d'achat** (de vente) **sur FRA offre à un emprunteur** (un investisseur) **la garantie d'un taux maximum** (minimum).

Pour couvrir un emprunt, le trésorier achètera une option d'achat sur FRA pour un montant et à une date prédéterminés. Si, à l'échéance de l'option, le taux de référence (EURIBOR 3 mois, EURIBOR 6 mois...) est supérieur au taux d'exercice, il exercera son option. Ainsi, il empruntera au maximum au taux d'exercice. Dans le cas contraire, il abandonnera l'option et empruntera à des conditions plus favorables, c'est-à-dire inférieures au taux d'exercice (cf. encadré 5.17).

ENCADRÉ 5.17

La couverture par options sur FRA

Le 15 mars, un trésorier souhaite emprunter, dans 3 mois, 1 million d'euros pour une durée de 6 mois. Il achète une option d'achat sur FRA d'un nominal de 1 million d'euros avec un taux d'exercice de 3,6 % (taux du FRA), le taux de référence étant l'EURIBOR 3 mois. L'échéance de l'option est le 15 juin (date de l'emprunt). La prime est de 0,14 %, soit un montant de 1 400 euros ($0,14 \% \times 1$ million d'euros). Deux situations sont possibles le 15 juin :

1. le **taux EURIBOR 3 mois est supérieur à 3,6 %**, soit 4,6 % : l'option est exercée. Le trésorier bénéficie du différentiel de taux de 1 %. Le coût de l'emprunt est $4,6 \% - 1 \%$ (différentiel de taux) + $0,14 \% \times 12/6$ (équivalent annuel de la prime payée pour un emprunt de 6 mois), soit 3,88 %.

Si le **taux EURIBOR 3 mois du 15 juin est inférieur à 3,6 %** : l'option est abandonnée. Il empruntera aux conditions du marché et perdra la prime.

b) *Les options sur swap (ou swaption)*

Une option sur *swap* permet à une date fixée de réaliser ou non le *swap* moyennant le paiement d'une prime.

Par exemple, un trésorier d'entreprise **empruntant** à taux variable (EURIBOR) et craignant une hausse des taux **achète** une **option sur swap** de taux auprès de sa banque, qui consiste à échanger les versements d'intérêts calculés sur la base EURIBOR avec des frais financiers fixes au taux de 3,5 %. La prime est de 0,25 %. Deux cas peuvent se produire à l'échéance de l'option étant entendu que, quoi qu'il arrive, il versera à ses créanciers un taux variable sur la base EURIBOR.

Si les taux passent de 3,5 à 4 %, le trésorier exerce l'option et échange le taux d'intérêt. Il versera à la banque un taux fixe de 3,5 %, recevra de sa part le taux variable EURIBOR, et devra payer la prime de 0,25 %. Le coût de l'emprunt pour l'entreprise est alors :

4 %	- (4 % - 3,5 %)	+ 0,25 %	= 3,75 %
Taux rémunérant les créanciers par la banque	Différence versée	Prime	

Si le taux EURIBOR passait à 3 %, l'entreprise n'exercerait pas l'option, ce taux de marché étant inférieur au taux d'exercice de l'option (3,5 %). Avec le versement de la prime, le coût total de son emprunt, sur la période de référence, revient à 3,25 %.

Si, à la place du *swaption*, l'entreprise avait contracté un *swap*, elle devrait verser la différence à la banque et ne profiterait pas d'une évolution favorable des taux. Quelle que soit l'évolution future des taux, **l'option assure un dénouement favorable** à l'entreprise.

c) Les caps, les floors et les collars

Le **cap** (le **floor**) est une **garantie de taux plafond (plancher)** consentie par une banque à un emprunteur (prêteur) à taux variable. Avec chacun de ces instruments, et quelle que soit sa position (emprunteur ou prêteur) l'agent économique peut donc profiter d'une variation favorable des taux d'intérêt, tout en limitant l'incidence d'une éventuelle variation défavorable.

ENCADRÉ 5.18

L'utilisation d'un cap pour gérer le taux d'un emprunt

Une société a emprunté à taux variable (référence TAM) 1 million d'euros sur 3 ans. Pour se couvrir contre une hausse des taux, son trésorier achète un cap 3 ans de 1 million d'euros au taux d'exercice 3 % base TAM, contre une prime est de 1 %. En fin de première année, le taux de référence (TAM) et le taux d'exercice (3 %) sont comparés. Deux cas peuvent se produire :

- TAM > 3 % : la société perçoit des intérêts correspondant à la différence de taux (TAM - 3 %) et calculés sur le capital de 1 million d'euros. Le coût d'emprunt maximum garanti est alors de 3 % auquel s'ajoute la prime de 1 %. Ainsi, elle supportera un coût de 4 % (TAM - (TAM - 3 %) + 1 %) ;
- TAM ≤ 3 % : la banque ne versera pas les intérêts et le coût de financement de la société sera : TAM + 1 % ≤ 4 %.

Le **collar** est une combinaison de *cap* et de *floor* permettant d'assurer un **tunnel de taux**. Par exemple, l'achat d'un *cap* et la vente d'un *floor* permettent de fixer un taux plafond pour un emprunteur et de bénéficier d'une baisse de taux jusqu'au taux plancher. La prime à payer pour disposer du *cap* est partiellement compensée par la prime reçue sur la vente du *floor*, ce qui a pour effet de **diminuer le coût de la couverture**. Symétriquement, un investisseur sera intéressé par la vente d'un *cap* et l'achat d'un *floor*.

2) Les options cotées sur contrats

Ce sont les **options sur les contrats EURIBOR ou le contrat future EURO-BUND** cotés respectivement sur le Nyse-Liffe et sur l'EUREX. Les options sur contrat EURIBOR 3 mois seront plus particulièrement développées puisque mieux appropriées à la couverture de décisions de trésorerie (cf. tableau 5.17 pour les caractéristiques de cet instrument).

TABLEAU 5.17

Les caractéristiques des options sur contrat EURIBOR 3 mois

Sous-jacent et date de création	Contrat à terme EURIBOR 3 mois de 1 million de euros 1 ^{er} mars 1990
Taux de référence	EURIBOR 3 mois constaté le dernier jour de cotation de l'option
Échéances	Quatre échéances trimestrielles (mars, juin, septembre et décembre) et quatre échéances mensuelles
Liquidation	L'exercice d'un call (<i>put</i>) entraîne l'ouverture d'une position acheteuse (vendeuse) d'un contrat à terme EURIBOR 3 mois
Prix d'exercice	L'intervalle entre les prix d'exercice est de 0,125 % (c'est-à-dire 94, 94 125, 94 250...) pour les échéances mensuelles et 1 échéance trimestrielle. 0,250 % pour les autres échéances trimestrielles

Source : NYSE-LIFFE.

Si le prix d'exercice est inférieur au cours de liquidation, l'option d'achat est automatiquement exercée à l'échéance et inversement pour une option de vente (cf. encadré 5.19).

ENCADRÉ 5.19**La couverture par options sur contrat EURIBOR 3 mois**

Reprenons les données ayant servi à illustrer l'utilisation du contrat EURIBOR (encadré 5.16). En janvier, le trésorier décide de contracter un emprunt de 3 millions d'euros le 15 mars et pour une durée de 3 mois jusqu'au 15 juin inclus). Il redoute une hausse des taux entre janvier et mars, sans exclure une baisse. En conséquence, il achète « trois » options de vente de contrat EURIBOR échéance mars prix d'exercice 96,39 avec une prime de 0,42 %. Traitons les deux cas suivant :

1. Le taux au comptant du EURIBOR 3 mois en mars est de 4,12 %

Ce taux à l'échéance est supérieur au taux d'exercice ($100 - 96,39 = 3,61$). Il exerce l'option et vend trois contrats EURIBOR. Le résultat de l'opération a déjà été illustré.

2. Le taux au comptant de l'EURIBOR à 3 mois en mars est de 3,26 %

Il abandonne l'option (taux < 3,61 %), perd le montant de la prime, et emprunte au taux au comptant.

Au terme de cette section, il est utile de faire le point sur la **pratique effective des entreprises en matière de gestion du risque de taux d'intérêt**. Quelques statistiques récentes montrent l'utilisation majoritaire des *swaps* de taux parmi les instruments disponibles sur le marché organisé (cf. tableau 5.18).

TABLEAU 5.18**Volume d'activité journalière nette sur la place de Paris***(en milliards de dollars)*

	1998	2001	2004	2007	2010	2013
FRA	5	7	29	19	46	57
Swap de taux	33	56	118	139	128	142
Option de taux	4	3	5	16	18	4
Autres produits	0	0	0	2	1	0
Total	41	65	151	176	193	202

Source : enquête triennale BRI changes – dérivés avril 2013.

L'utilisation de **produits complexes** reste l'**apanage d'un nombre réduit d'entreprises**. D'abord, parce que ces dernières manquent des **compétences** nécessaires pour utiliser à bon escient certains produits.
« La multiplication des taux, EURIBOR 3 mois, 12 mois, T4M... ainsi que

les durées sur lesquelles il faut calculer les couvertures (365 ou 360 jours, selon les taux) rebutent fréquemment les entreprises », explique Jean-François Adrien, consultant chez Forex Finance, une société de conseil en gestion de trésorerie. Par conséquent, les **couvertures** qu'elles mettent en place peuvent se révéler totalement **inefficaces**. « Ce peut être le cas d'une entreprise qui dispose de plusieurs lignes d'endettement, dont l'une indexée sur l'EURIBOR 3 mois, et qui met en place une couverture sur l'EURIBOR 12 mois. Car ce dernier taux peut rester stable alors que les tensions sur les taux courts provoquent une hausse du EURIBOR 3 mois. La couverture sera alors inefficace pour protéger l'entreprise, contre une hausse des intérêts à verser » explique Jean-François Adrien¹⁷.

Et même lorsque les **trésoriers** disposent des connaissances nécessaires, ils peuvent se voir **contraints par leur direction générale d'éviter certains produits** : c'est le cas de 18 % d'entre eux. Enfin, les entreprises sont d'autant plus réticentes à l'utilisation de certaines formes de couvertures qu'elles **ne disposent pas des moyens de contrôler** les trésoriers.

3. La gestion des risques de liquidité et de signature

Certaines décisions de trésorerie sont exposées à deux risques supplémentaires, les risques de liquidité et de signature.

3.1. Le risque de liquidité

La **liquidité** se définit comme la faculté à acheter ou vendre un actif sans délai et sans perte de valeur importante (cf. chapitre 1, 2.2.). L'évaluation du risque de liquidité est un préalable à toute décision.

La liquidité des actifs (notamment les actifs financiers sur lesquels les trésoriers effectuent habituellement des transactions) est fonction de la **profondeur** de leur **marché secondaire** (volumes échangés importants impliquant une probabilité plus élevée de trouver une contrepartie) ou de l'existence d'**intermédiaires financiers** se chargeant de les replacer rapidement et sans « dommage ». Les **caractéristiques** intrinsèques **des titres** (rentabilité du titre, choix multiple de l'échéance, possibilité de revendre avant l'échéance...) influenceront leur degré de liquidité, de même que les **règles organisationnelles** prévalant sur leur marché. Généralement, un marché organisé offre un degré de liquidité plus élevé qu'un marché de gré à gré.

17. Cf. « Risque de taux et de change : entreprises, encore des efforts », *Option Finance*, n° 439, février 1997.

Dans le cadre des prêts interentreprises ou des prêts bancaires, le risque de liquidité est souvent limité à l'aide de clauses de remboursement anticipé dans les conventions de crédit.

Le degré de liquidité d'une ressource (obtenir facilement un emprunt) dépend de la signature de l'entreprise et implicitement de son équilibre financier.

3.2. Le risque de signature

Le risque de signature (cf. chapitre 1, 2.2.) survient lorsque l'une des parties contractantes, essentiellement le débiteur vis-à-vis de son créancier, ne respecte pas son engagement (**risque de contrepartie**). Il est maximal lorsque le débiteur se trouve en situation de faillite (**risque de défaut**).

En dehors d'une analyse financière de l'entreprise (étude de la solvabilité, de la relation « liquidité des actifs et exigibilité des dettes », de l'équilibre financier fonctionnel...), il n'existe pas de technique particulière d'évaluation et de gestion du risque de signature.

Les intervenants sur les marchés financiers de capitaux encourent ce risque¹⁸ dès lors qu'ils souscrivent principalement des **titres émis par les entreprises** (BT, BMTN). C'est pourquoi, des agences de notation spécialisées (Moody's, Standard and Poor's, ADEF et IBCA notation) ont facilité leur évaluation en publiant les scores des émetteurs. Cette technique n'a toutefois pas complètement atteint son objectif : si une différenciation en fonction de la qualité des signatures a relativement eu lieu lorsque la notation de l'émetteur était supérieure au consensus, celle-ci a entraîné un phénomène d'éviction brutale du marché des signatures dont la notation était inférieure¹⁹. C'est pourquoi, depuis octobre 1994, la notation ne présentant pas que des avantages a été supprimée pour les BMTN.

4. Les normes et la gestion des risques financiers

En 2002, l'Union européenne a adopté une réglementation qui exige des sociétés européennes cotées (environ 8 000 sociétés) qu'elles appliquent les normes IFRS (International Financial Reporting Standards et par conséquent les normes IAS 39 et IFRS 7), à compter de 2005, pour l'établissement de leurs états financiers consolidés. Avec la crise financière, les pres-

18. En fait, le risque de contrepartie est l'une des deux composantes du risque de signature qui réside dans le non-respect des engagements de la contrepartie. Il atteint son paroxysme dans la défaillance de cette dernière. On parle dans ce dernier cas de risque de défaut.

19. Cf. « Ressources à moyen et long terme : la pénurie », *Revue Banque*, n° 544, 1994.

sions politiques se sont multipliées sur les autorités de normalisation pour modifier le cadre comptable relatif aux instruments financiers. La nouvelle norme sur les instruments financiers, IFRS 9, dont l'élaboration a été découpée en plusieurs phases, est ainsi censée préciser de nouvelles règles relatives à la comptabilisation et à l'évaluation des instruments financiers, destinées à pallier les défauts de l'IAS 39, notamment l'accroissement, souvent évoqué, de la volatilité des résultats. Le report au 1^{er} janvier 2018 de son application, initialement prévue au 1^{er} janvier 2013, témoigne des difficultés afférentes à son élaboration.

Les normes comptables internationales, en particulier la norme IAS 39, n'opèrent pas de distinction entre les catégories de produits dérivés. Elles les intègrent dans l'ensemble plus large des instruments financiers et les classent en instruments « de couverture de juste valeur », « de couverture de flux de trésorerie » ou « de couverture d'un investissement net dans une entité étrangère ».

La couverture de juste valeur protège la juste valeur d'un actif, d'un passif déjà comptabilisé ou d'un engagement ferme (par exemple, une couverture à terme ferme sur taux d'intérêt à long terme (notionnel) permettant de couvrir les variations de juste valeur d'une dette à taux fixe ou une couverture à terme indexée sur le cours du café destinée à limiter la dépréciation du stock de café). La couverture de flux de trésorerie protège, quant à elle, les variations de flux futurs attendus d'une opération hautement probable (par exemple, un contrat d'accord de taux futur²⁰). Les couvertures d'engagements fermes sont traitées comme des couvertures de la juste valeur plutôt que comme des couvertures de flux de trésorerie. Enfin, la couverture d'un investissement net à l'étranger correspond à la couverture du risque de change affectant l'actif net d'une filiale étrangère, dont la devise fonctionnelle est différente de la devise de consolidation. Le risque à couvrir est le risque de change affectant l'actif net, c'est-à-dire le risque de variation du poste d'écart de conversion.

Selon cette norme, l'entreprise peut, sous certaines conditions, opter ou non, pour la comptabilité de couverture. Étudions les conséquences de ce choix sur la volatilité du résultat.

En l'absence d'option pour la comptabilité de couverture, à chaque clôture de compte, les instruments dérivés dont la juste valeur est positive sont enregistrés à leur juste valeur dans les comptes de la période. La variation de juste valeur de l'instrument dérivé est enregistrée dans le compte de résultat (le dérivé est comptabilisé en mark-to-market).

Dans le cas de la **couverture de flux de trésorerie**, la norme prévoit un traitement dérogatoire, la comptabilité de couverture, qui permet de

20. Le Forward Rate Agreement ou accord futur sur les taux d'intérêt permet de fixer aujourd'hui un niveau de taux d'intérêt pour une opération future.

réduire la volatilité du compte de résultat. Le choix de cette option est néanmoins subordonné au fait que l'entreprise puisse démontrer l'efficacité de l'instrument utilisé pour couvrir la fluctuation du prix du sous-jacent ; l'efficacité étant précisément définie par la corrélation statistique entre la valeur de l'instrument et la valeur du sous-jacent couvert (la transaction future). La qualification d'un instrument à la comptabilité de couverture permet alors d'enregistrer les gains et pertes de l'instrument jusqu'à maturité **en capitaux propres**, pour la partie efficace. La **partie inefficace** du profit ou de la perte sur l'instrument de couverture doit être comptabilisée **en résultat**. Autrement dit, seule la partie inefficace a un impact en matière de volatilité du résultat.

En revanche, dans le cas de la **couverture de juste valeur**, les variations **de juste valeur** de l'instrument de couverture continuent à être enregistrées **en résultat**. Le profit ou la perte résultant de la réévaluation de l'instrument de couverture à la juste valeur doit être comptabilisé en résultat, parallèlement à la comptabilisation du profit ou de la perte sur l'élément couvert. Autrement dit, la variation de juste valeur du dérivé et l'ajustement réalisé sur l'élément couvert sont censés être de sens contraire et se compenser. L'incidence sur le résultat sera nulle à condition toutefois que l'instrument de couverture couvre parfaitement l'élément à couvrir. Or, comme le fait remarquer Obert (2005)²¹, « cette situation ne se produit en pratique quasiment jamais. Dans le cas contraire, l'impact sur le résultat reproduit l'inefficacité de la relation de couverture ».

Le fait d'opter pour une comptabilité de couverture conduit donc à devoir prouver l'efficacité de la couverture, y compris pour les engagements fermes ou futurs. Notons cependant le cas particulier du risque de change où les tests d'efficacité sont inutiles.

La mise en œuvre d'une comptabilité de couverture est subordonnée (cf. IAS 39 §88) à l'existence d'une documentation interne – « des documents formalisés doivent décrire la relation de couverture, l'objectif de l'entité en matière de gestion des risques et sa stratégie de couverture » –, à la preuve de l'efficacité de la couverture et au caractère probable de la couverture.

L'efficacité de la couverture (cf. IAS 39 AG §105 à 113 de l'annexe A) s'apprécie à travers l'existence d'une corrélation statistique forte entre la juste valeur, ou entre les flux de trésorerie, de l'élément couvert et ceux de l'instrument de couverture. Les résultats réels de l'opération de couverture doivent se situer dans un intervalle compris entre 80 % et 125 % ; la démonstration étant réalisée à partir de tests d'efficacité prospectifs (à la mise en place de la couverture) et rétrospectifs (à chaque date d'arrêt). Pour être considérée comme hautement efficace, il faut que sur l'ensemble

21. Obert A., *IFRS, instruments financiers*, Editea, coll. « Corporate and investment banking », 2005, 187 p.

de sa durée de vie, la couverture soit en mesure de compenser presque totalement les variations engendrées par le risque couvert de la juste valeur ou des *cash flows* de l'instrument couvert.

Les normes ne reconnaissent pas non plus de possibilité de macro-couverture : l'élément couvert (éligible à la comptabilité de couverture) peut comprendre un groupe d'éléments à condition qu'ils présentent des caractéristiques de risque analogues et que la juste valeur ou les flux de trésorerie de chacun de ces éléments varient dans le même sens et les mêmes proportions que la valeur ou les flux de trésorerie de l'ensemble constitué. Par ailleurs, il n'est pas possible de désigner, une position nette, comme l'élément couvert d'une relation de couverture.

Il est légitime de se demander dans quelle mesure les contraintes imposées par ces normes auraient éventuellement contribué à réduire les montants couverts en raison de leur complexité²². Ce questionnement existait déjà dès 2003 comme en témoigne l'encadré 5.20.

ENCADRÉ 5.20

Norme IAS 39 et incidence sur la gestion de trésorerie

La norme IAS 39 rend difficile la couverture des budgets qui ne sont pas matérialisés par des commandes (ce qui va à l'encontre de leur pratique). Cette prudence dans les achats de couverture procède largement du souci, pour les entreprises, d'éviter d'acheter des couvertures sur des revenus futurs incertains, risquant, au cas où les commandes en vue ne seraient pas confirmées, de les mettre aux prises avec des positions de change purement financières. Tant la conjoncture incertaine depuis deux ans que la perspective des normes IAS, **qui imposent aux entreprises de valoriser toutes les couvertures en place lors de la clôture des comptes**, ont pu dissuader certaines entreprises de couvrir leurs ventes par anticipation. Pour éviter que les résultats latents de leurs couvertures aient un impact sur leurs comptes de résultat, les entreprises pourraient renoncer à se couvrir sur les taux et à l'achat d'instruments financiers très complexes (si le pricing est difficile).

Du point de vue technique, la mise en place de cette norme passe par l'installation d'un serveur dédié, dont la fonction est de conserver la trace de tous les mouvements impliquant la trésorerie de l'entreprise, et qui gère les adossements des instruments financiers aux opérations commerciales.

Source : « De nouvelles stratégies pour se couvrir contre la hausse de l'euro », *Option Finance*, n°746, juillet 2003.

22. Afin d'étudier de façon plus approfondie l'incidence éventuelle des normes comptables sur la gestion des risques, le lecteur peut se reporter à l'article de E. Poincelot et I. Chambost, « Impact des normes IFRS sur les politiques de couverture des risques financiers : une étude des groupes cotés en France », *Revue française de Gestion*, vol. 41, n° 240, 2015.

Résumé

1. Le risque de change apparaît dès lors que l'entreprise réalise des transactions commerciales ou financières en devises avec un décalage entre la date du contrat et son paiement (risque de change de transaction), détient une filiale ou des participations à l'étranger (risque de change patrimonial) ou s'interroge sur l'incidence des transactions futures en devises sur la formation de son résultat (risque de change stratégique).
2. Une réflexion préalable sur les différents paramètres déterminant le mode de couverture doit déboucher sur une politique de gestion de ce risque où les objectifs assignés au trésorier (la nature et le degré de couverture), les moyens de les réaliser et la mesure de ses performances seront précisés.
3. La gestion du risque de change consiste à utiliser des techniques de modification préventive de la position de change et des méthodes de couverture fermes ou permettant de profiter d'une évolution favorable de la devise.
4. Les techniques de couverture du risque de taux d'intérêt peuvent être scindées en trois groupes selon qu'elles supposent ou non l'achat d'un produit de couverture et que ce dernier soit ou non un engagement ferme.
5. La liquidité se définit comme étant la plus ou moins grande facilité à vendre un actif ou rechercher une ressource sans délai et sans supporter une perte importante. La gestion du risque de liquidité implique d'en évaluer le degré.
6. Le risque de signature survient lorsque l'une des parties contractantes ne respecte pas son engagement, essentiellement le débiteur vis-à-vis de son créancier.
7. Les normes IFRS en obligeant à traduire systématiquement les opérations de couvertures peuvent ne pas être neutres quant à la gestion des risques financiers.

La gestion de trésorerie dans les groupes

La complexité de la gestion de trésorerie s'accroît singulièrement lorsque l'on considère un ensemble de sociétés appartenant à un groupe¹. Outre les différentes techniques développées dans les chapitres précédents, il apparaît en effet qu'à l'intérieur du groupe, les possibilités de gains ou les **sources d'économie de frais financiers** dépendent également de choix organisationnels, concernant notamment le **degré de décentralisation** de la gestion des multiples flux de liquidités provenant des cycles d'exploitation, d'investissement et de financement et de la gestion des risques.

Une gestion de trésorerie décentralisée semble *a priori* cohérente avec le choix d'une structure de groupe, qui part souvent de la reconnaissance que, compte tenu de la connaissance spécifique² qu'elles possèdent, les **filiales** sont plus à même d'évaluer leur position par rapport à leurs marchés et concurrents qu'un siège social éloigné, et ont ainsi une **plus grande réactivité et efficacité**, notamment lors des changements brutaux de l'environnement.

1. Suivant G. Charreaux, *op. cit.*, 2000, p. 331, « on peut donner la définition suivante du groupe de sociétés : il s'agit d'un ensemble de sociétés juridiquement autonomes au sein duquel une société dite société mère contrôle les autres sociétés et constitue le centre de décision qui définit et met en œuvre une stratégie commune. Trois points sont essentiels dans cette définition : (1) l'autonomie juridique des différentes sociétés qui ont une existence propre ; (2) le contrôle exercé par la société mère et (3) l'existence d'une stratégie commune mise en œuvre par la société mère ». Dans la suite du chapitre, nous utiliserons indifféremment les termes de société mère, maison mère et holding.
2. La connaissance spécifique est la connaissance nécessaire à la prise de décision. Plus elle a un caractère diffus (moins les directions générale et financière en ont l'exclusivité) et se transmet à un coût élevé, plus l'organisation est complexe et plus il est efficace de déléguer la décision (la gestion de la trésorerie) aux agents (les filiales) qui la détiennent.

La centralisation de la trésorerie des sociétés appartenant au groupe peut alors paraître paradoxale dans le contexte décrit précédemment. Premièrement, elle conduit à centraliser les négociations et les décisions alors que, par ailleurs, les efforts de formation des hommes et de décentralisation des responsabilités à plusieurs niveaux s'avèrent essentiels pour réussir une gestion efficiente. Deuxièmement, il semble *a priori* surprenant de retirer à des centres de profit la flexibilité introduite par la disposition d'une trésorerie pléthorique et d'introduire trop de formalisme pouvant conduire à une certaine démotivation des *managers* des filiales.

Une gestion de trésorerie étendue au groupe a toutefois de nombreux avantages. Reposant sur la circulation des capitaux d'une société à une autre, elle favorise une **homogénéisation des conditions bancaires** ainsi qu'une **optimisation de la gestion des crédits et des placements**. Aussi offre-t-elle, toutes choses égales par ailleurs, de nombreuses possibilités de gains sur les frais financiers. Outre la réalisation d'économies d'échelle, cette centralisation du pouvoir de négociation et de décision permet d'**intégrer** directement **la trésorerie dans la stratégie** du groupe.

Nous l'avons entrevu, ce choix de centraliser la gestion de la trésorerie des sociétés appartenant à un même groupe ne va pas sans poser des problèmes sur le plan organisationnel. Par exemple, il ne doit pas être incompatible avec le niveau actuel de décentralisation des activités et des décisions. Il produit aussi des **contraintes techniques** (récupération des informations, suivi des comptes courants...) **et humaines** d'autant plus importantes que le groupe est complexe et de grande taille, avec des activités multiples et diversifiées, ceci dans de nombreux pays. Enfin, ce choix pourra entrer en conflit avec la culture plus ou moins centralisatrice du groupe.

Il est donc particulièrement utile de faire le point sur les avantages et sur les problèmes organisationnels inhérents à une rationalisation de la gestion de trésorerie au niveau d'un groupe. Dans la première section de ce chapitre, sont exposés les arguments jouant en faveur d'une centralisation de la gestion de la trésorerie dans les groupes. Puis, dans une deuxième section, nous traitons des modalités de mise en œuvre d'une gestion de trésorerie de groupe, compte tenu de ses contraintes techniques et humaines, ainsi que des critères pouvant être retenus pour évaluer son efficacité. Enfin, la mise à disposition de liquidités entre sociétés du groupe est réglementée par la loi bancaire et le droit des sociétés, ainsi que par le droit fiscal. La troisième et dernière section présente ces différentes contraintes légales et apprécie la marge de manœuvre qu'elles laissent aux groupes.

1. Les avantages d'une gestion de trésorerie de groupe

Une gestion de trésorerie étendue au groupe permet, par une circulation des capitaux entre sociétés, d'offrir de nombreuses possibilités de gain, notamment sur les frais financiers. Les avantages sont de trois ordres. Premièrement, une gestion centralisée concourt à la réduction du niveau global des crédits de trésorerie dans le groupe. Deuxièmement, elle favorise une standardisation et une amélioration des conditions bancaires supportées par les filiales. Troisièmement, elle permet une couverture des risques plus efficace et moins coûteuse.

1.1. L'optimisation de la gestion des crédits et des placements

Le trésorier d'un groupe cherche généralement à utiliser le moins possible les autorisations bancaires afin de **limiter** son endettement et, par conséquent, ses **frais financiers**. La centralisation de la gestion de trésorerie dans un groupe est un moyen privilégié d'atteindre cet objectif puisqu'elle repose fondamentalement sur le **financement interne des filiales déficitaires en trésorerie** par les liquidités provenant des filiales excédentaires. Cette politique a donc pour effet de réduire les erreurs d'équilibrage et de concentrer le recours à des financements externes pour les besoins nets du groupe. Corrélativement, seuls ses excédents nets font l'objet de placements.

1.1.1. La limitation de l'erreur d'équilibrage

Une gestion de trésorerie centralisée limite l'erreur d'équilibrage, c'est-à-dire l'existence simultanée d'une position nette créditrice en valeur dans une société et d'un solde net débiteur dans une autre (cf. chapitre 1, 2.). Pour ce faire, le trésorier-groupe utilise quotidiennement les excédents de la première pour combler les besoins de la seconde. Cette **centralisation** est **pertinente** si l'économie de coût de financement des filiales initialement débitrices excède le coût d'opportunité subi par les sociétés qui ne peuvent plus placer les excédents de liquidités ainsi transférés.

Les **virements d'équilibrage** sont **facilités** si les filiales et l'organe central de trésorerie (société mère, filiale spécialisée..., qui regroupe les excédents et finance les déficits des filiales) possèdent des comptes ouverts dans la même banque, dans le même réseau bancaire, ou dans un pool de banques.

De prime abord, ces équilibrages à l'intérieur du groupe ne sont soumis à **aucune contrainte de durée** (des allers et retours de fonds peuvent être effectués quotidiennement) et **de montant** (le flux minimal pourra être fonction de la taille de la filiale). En revanche **d'autres contraintes** pèsent sur ces virements d'équilibrage, qui peuvent affecter le choix du

taux de placement ou d'emprunt. Par exemple, pour ne pas tomber sous le coût d'un redressement fiscal pour « acte anormal de gestion » aussi bien que pour éviter d'être suspecté d'abus de biens sociaux, la société prêteuse facturera une rémunération « normale », c'est-à-dire proche du taux du marché monétaire (voir *infra*, 3.). En cas de financement externe de son insuffisance de trésorerie, la société emprunteuse aurait supporté, quant à elle, un taux d'intérêt souvent supérieur à celui du marché monétaire (donc supérieur au taux de financement interne), d'autant plus que sa négociation s'effectue « à chaud ». Finalement, l'équilibrage interne est favorable au **groupe**, qui **ne décaisse pas** le montant correspondant au **différentiel de taux d'intérêt entre l'emprunt et le prêt**. Le coût d'intermédiation normalement prélevé par les banquiers va ainsi bénéficier au groupe.

1.1.2. L'intervention sur les marchés pour le solde groupe

Dès lors que des excédents internes au groupe sont employés pour couvrir les besoins de filiales déficitaires en trésorerie, le **niveau d'endettement** global est **inférieur** à celui qui aurait été constaté si toutes les sociétés concernées avaient sollicité individuellement des financements externes pour assurer leur équilibre financier.

L'organe central de trésorerie se tourne vers les banques et vers le marché financier pour **placer l'excédent net** du groupe, ou pour **financer le besoin net** de liquidités. L'accès direct au marché financier n'est cependant intéressant que pour des volumes d'émission ou de souscription suffisants. En effet, les firmes émettant des billets de trésorerie soumettent leur risque de signature aux agences de notation françaises et étrangères (Moody's, Standard and Poor's, Adef et Fitch Rating). Elles se financent alors à un coût fonction du risque perçu par le marché. Celui-ci gagne en transparence puisque l'investisseur dispose d'une information cotée par des agences indépendantes pour choisir le couple rentabilité/risque correspondant le mieux à ses besoins ou à ses objectifs. Cependant, le coût global de la notation, intégrant outre la rémunération de l'agence les coûts induits par l'obligation de diffusion de l'information au niveau groupe, est quelquefois suffisamment élevé pour ne pas être compensé par le différentiel de taux entre les billets de trésorerie et les financements bancaires classiques (découvert, crédit *spot*...).

Précisons, à ce niveau d'analyse, que l'arbitrage concernant l'affectation des flux de liquidités à l'intérieur du groupe implique la **centralisation des décisions** de placement des excédents et de financement des déséquilibres, et la centralisation **de la négociation** des conditions de prêts/emprunts³. C'est dans ce contexte que le prochain paragraphe traite de la négociation des conditions bancaires.

3. Ce parti pris évolue dans la deuxième section de ce chapitre qui tient compte de différents niveaux de centralisation de la fonction trésorerie dans les groupes.

1.2. L'obtention de conditions bancaires favorables

Pour un niveau d'endettement donné, le trésorier dispose de trois variables négociables pour minimiser les frais financiers du groupe : les taux des crédits, les commissions, et la fusion des échelles d'intérêts.

1.2.1. La négociation des taux bancaires

Le taux applicable aux entreprises a longtemps été déterminé par référence au taux de base bancaire (TBB). Cependant, comme nous l'avons vu dans le chapitre 2 (cf. 2.1.), le TBB n'est plus que faiblement utilisé en tant que taux de référence des crédits, au profit des taux directeurs sur le marché monétaire (EONIA, EURIBOR...) ou des taux d'intérêt à référence monétaire (T4M, TAM...).

À ce taux de référence s'ajoute une **prime** ou commission **de risque** tenant compte du risque spécifique du client. Du fait de la concurrence entre banques, la fourchette de cette majoration tend à se rétrécir considérablement, surtout dans les grandes entreprises et parmi les firmes risquées, pour disparaître dans certains cas (cf. chapitre 2, 2.2.).

Dans ce contexte, la centralisation de la gestion des flux de liquidités des différentes entités du groupe a alors un intérêt évident. Elle permet à l'organe central de trésorerie de **négoier des conditions bancaires globales**, quelle que soit la répartition entre les filiales des ressources financières ainsi collectées. Ces dernières bénéficient ainsi de conditions auxquelles elles n'auraient jamais pu avoir accès individuellement, compte tenu de leur taille ou de leur activité⁴. Il ne faut pas cependant minimiser le fait que l'existence d'un seul pôle financier dans le groupe retire aux filiales toute flexibilité pour mobiliser rapidement un financement local alternatif.

Une autre variable de rémunération des financements de trésorerie consentis par les banques est la majoration selon la nature du crédit, qui inclut un certain nombre de frais et commissions plus ou moins apparents (cf. chapitre 2, 3.). Leur existence renforce l'idée que chaque société prise isolément au sein d'un groupe parviendrait difficilement à obtenir des conditions de tout premier ordre.

Globalement, il paraît donc préférable de négocier et d'harmoniser les conditions bancaires au niveau du groupe. Le poids de celui-ci influence en effet grandement la négociation et l'application des conditions bancaires. Cette mission confiée au trésorier-groupe doit permettre une réduction sensible **des frais financiers**.

4. Par exemple, les filiales de production structurellement emprunteuses bénéficieront de conditions groupe.

1.2.2. Gains sur les opérations de gestion courante et sur les agios trimestriels

Ces gains peuvent être réalisés grâce à des commissions de mouvement réduites au minimum et à la suppression de la commission de plus fort découvert.

La **suppression** de ces commissions peut être négociée moyennant le paiement d'une commission de forfaitisation non proportionnelle aux seuls mouvements confiés à la banque (cf. chapitre 2, 3.).

Là encore, les gains sont souvent plus importants lorsque les négociations sont conduites au niveau du groupe plutôt que dans chaque filiale. Par ailleurs, en réduisant le nombre d'interlocuteurs en présence, la centralisation des fonctions de négociation et de décision entre les mains du trésorier-groupe accroît l'**efficacité des relations banque/entreprise**. Elle permet, d'une part, au banquier responsable du dossier d'avoir une visibilité globale du groupe à travers les informations communiquées par le trésorier et, d'autre part, à ce dernier de maîtriser les mouvements soumis à commission et donc le poids qu'il désire affecter à chacune de ses banques.

Cette connaissance réciproque peut être déterminante dans la mise en place d'une convention de fusion des comptes en échelle d'intérêts.

1.2.3. La fusion des échelles d'intérêts

Les sociétés filiales d'un groupe sont des entités juridiquement distinctes. Ainsi le système bancaire refuse-t-il, en principe, de fusionner leurs comptes⁵. L'interdiction juridique de fusionner des comptes ouverts à des personnes physiques ou morales distinctes peut cependant être **négociée** à condition de fournir à la banque une **lettre de décharge** qui transfère les risques et les responsabilités sur chaque société qui accepte la fusion⁶. Cette pratique risque toutefois d'entraîner un problème⁷, dans la mesure où le solde créditeur d'une société du groupe va annuler le solde débiteur d'une autre, ce qui revient à rémunérer la première avec les intérêts dus par la seconde. Ceci explique donc, en l'absence de jurisprudence, la doctrine n'étant pas unanime sur ce point, que les banques soient réticentes à accorder la fusion des échelles d'intérêts.

Lorsque la banque l'accepte, elle procède donc en pratique à une fusion fictive des échelles d'intérêts (et non à une fusion effective des comptes)

5. Commission bancaire, *Recueil des dispositions applicables aux banques*, Principes généraux, article 5, 1987. Cet article prévoit qu'aucune compensation ne doit être opérée entre les avoirs et les dettes de personnes juridiques distinctes.

6. Il s'agit là d'une convention qui doit être approuvée par le conseil d'administration, signée par le Président, et agréée par les commissaires aux comptes de chaque société (cf. *infra*, 3.2.1.).

7. Cf. B. Poloniato *et al.*, *op. cit.*, 1997.

afin de centraliser les différents arrêts des filiales sur un **décompte d'agios unique** (celui de la société mère). Cette technique allège énormément le travail des personnes en charge de gérer la trésorerie, car elle évite d'initialiser chaque jour des virements d'équilibrage entre les sociétés ayant la même banque. Chaque entité continue de tenir sa position de trésorerie dans chaque banque, mais le trésorier-groupe ne connaît plus qu'une position par banque, toutes sociétés confondues. Le nombre de virements quotidiens est alors fonction du nombre de banques, et non plus du nombre de comptes. L'**optimisation** de la gestion de trésorerie est ainsi fortement **accrue** par ce phénomène de compensation.

Cependant, chaque société doit prendre conscience du fait que la fiabilité de ses prévisions est essentielle afin de ne pas pénaliser l'ensemble du groupe. En effet, la décision de placement ou de financement étant prise au niveau du trésorier-groupe en fonction des éléments transmis par les filiales, une mauvaise qualité d'information peut produire des surmobilisations ou des sous-mobilisations. Certaines banques autorisent toutefois la **centralisation automatique** des soldes des filiales vers le compte de l'organe central de trésorerie⁸. Cela permet une facturation unique des agios sur le compte centralisateur, les autres comptes étant chaque jour à zéro en valeur.

Ces techniques, qui présentent l'avantage de l'unicité du ticket d'agios dans le groupe, nécessitent cependant l'ouverture de tous les **comptes dans une même banque**. Quelle que soit la formule privilégiée, le trésorier-groupe calculera, à l'aide des arrêts fictifs de leurs comptes, les intérêts créditeurs ou débiteurs imputables à chaque filiale après prise en compte des mouvements de fonds intra-groupe. Outre le respect de l'orthodoxie financière, cette pratique permet de connaître la contribution de chaque société aux gains financiers du groupe.

Le troisième avantage d'une centralisation de la trésorerie dans les groupes tient au fait qu'elle favorise une gestion des risques plus efficace et moins coûteuse.

8. Des variantes peuvent exister : 1) remontée des soldes créditeurs uniquement ; 2) remontée des écritures opération par opération, ce qui permet de réaliser constamment une trésorerie zéro sur les comptes bancaires des filiales ; 3) remontée des écritures regroupées par date de valeur identique, cette pratique limitant le nombre d'écritures de transfert. Pour que le trésorier-groupe puisse anticiper et contrôler les centralisations effectuées par la banque, il faut évidemment que les filiales l'informent des mouvements prévus.

1.3. Couverture optimale des risques

Ce dernier avantage lié à la centralisation de la gestion de la trésorerie dans les groupes tient à la combinaison de deux phénomènes : les économies d'échelle dans la gestion des risques de change et de taux d'intérêt et une moindre exposition aux risques de signature et de liquidité.

1.3.1. Les économies d'échelle dans la gestion du risque de change et du risque de taux d'intérêt

La centralisation, avec les opérations de trésorerie, de la gestion des risques de change et de taux d'intérêt supportés par le groupe permet de réaliser des économies d'échelle pour deux raisons essentielles.

Premièrement, conformément aux arguments militant en faveur de la centralisation des financements, il semble préférable de mettre en place des couvertures du risque de change et de taux au niveau du groupe, plutôt qu'à celui de chaque filiale. En effet, une **macrocouverture** s'effectue sur une position nette globale, ce qui limite le nombre d'opérations et le montant à couvrir (les positions des différentes filiales se compensent au même titre que leurs soldes bancaires), et minimise les coûts de transactions (frais d'intermédiation, impôts...). Ceci est plus particulièrement pertinent pour des groupes qui ne sont pas cotés et donc non tenus de réaliser une comptabilité selon les normes IFRS (cf. chapitre 5, 4.).

Deuxièmement, les services centraux sont plus à même de **mobiliser**, en quantité et en qualité, les **compétences** requises pour effectuer des interventions efficaces pour couvrir, sur les marchés financiers, les risques de taux d'intérêt et de change que subissent les différentes composantes du groupe. La sophistication accrue du fonctionnement des marchés et des instruments financiers milite en faveur d'équipes fortes au sein de l'organe central de trésorerie, la **décentralisation** de ces spécialistes (pour un même niveau d'efficacité) constituant une solution d'autant plus **coûteuse** que les **filiales** sont **nombreuses**.

1.3.2. Une meilleure gestion des risques de signature et de liquidité

Nous l'avons vu à deux reprises (cf. chapitre 1, 2.2. ; chapitre 5, 3.2.), le risque de signature est l'un des risques majeurs supportés par la firme. Il intègre aussi bien le **risque de défaut** (qui expose les prêteurs à l'insolvabilité des emprunteurs ; les bénéficiaires de l'engagement d'un prêteur à l'insolvabilité de celui-ci) que le **risque de contrepartie** (tenant au non-respect des engagements de la contrepartie : livraison de titres ou de devises, paiement...).

Le **risque de liquidité** est présent dès lors qu'il est impossible d'acquiescir ou de céder des actifs financiers sans subir des pénalités de délai ou de

prix. Notamment, pour les entreprises mobilisant des ressources financières ou ayant des liquidités à placer, l'accès direct à certains marchés n'est envisageable qu'à concurrence de certains montants et sur une durée minimale (cf. chapitre 4, 1.). Ces contraintes renforcent la préférence faite au groupe qui permet d'atteindre une **masse critique** lui permettant d'intervenir sur certains marchés et qui assure une **liquidité maximale** aux excédents remontant des filiales. De plus, ces dernières préféreront négocier des clauses de remboursement anticipé dans le groupe plutôt qu'auprès des banquiers ou des marchés financiers. Le risque maximal survient lorsque la firme ne peut sortir d'une position, ou s'il lui est impossible de se couvrir, de payer ou de se faire payer. On peut donc supposer que le groupe a plus de moyens pour gérer ce risque que chaque filiale prise individuellement.

Étudions maintenant les différentes modalités pouvant être retenues pour la mise en œuvre d'une gestion de trésorerie dans les groupes.

2. Mise en œuvre de la gestion de trésorerie de groupe

Il a été montré dans la première partie de ce chapitre qu'une gestion de trésorerie de groupe implique une certaine centralisation. Cette deuxième section présente les réflexions généralement conduites sur les prérogatives et les responsabilités à donner à la fonction trésorerie dans le groupe, puis les différentes contraintes organisationnelles inhérentes aux choix de la maison mère, et enfin les critères pouvant être retenus pour apprécier l'efficacité de la gestion de trésorerie centralisée.

2.1. La fonction trésorerie dans le groupe

Les principales **orientations** et **missions** assignées à la fonction trésorerie relèvent de la responsabilité de la **maison mère**, qui détermine sur quelles opérations et dans quelles limites les dirigeants des **filiales** sont **autonomes**. Une définition préalable du rôle du trésorier dans le groupe s'impose donc. En découleront une organisation spécifique des filiales et le choix d'un organe central de trésorerie.

2.1.1. Le niveau de responsabilité du trésorier-groupe

En marge des développements déjà consacrés au niveau de responsabilité du trésorier d'entreprise (cf. chapitre 1, 2.2.), on peut spécifier la place du trésorier-groupe à partir de la définition de sa fonction, de sa position hiérarchique (relève-t-il de la direction financière ou est-il directement rattaché à la direction générale), ces différents points résultant du niveau de centralisation de la trésorerie.

Concernant la mission essentielle de **gestion des liquidités**, le **trésorier-groupe** apparaît souvent responsable :

- de la centralisation des flux de liquidités provenant des filiales ;
- des positions et prévisions en valeur de chaque banque ;
- du *netting*, qui consiste à effectuer une compensation bilatérale ou multilatérale⁹ des positions débitrices et créditrices réciproques dans un groupe international ;
- de l'affectation des flux entre sociétés du groupe, au moyen d'avances en compte courant ou de prêts et emprunts entre sociétés. Avec la centralisation automatique des fonds et la fusion des échelles d'intérêt, déjà évoquées, ces opérations sont souvent qualifiées de techniques de *cash pooling* ;
- des décisions d'emprunt et de placement du groupe sur les marchés.

S'il est vrai que ce gestionnaire est un **responsable opérationnel** (ses décisions ont un impact direct sur le résultat du groupe), il est aussi **responsable fonctionnel vis-à-vis des filiales** avec pour rôle d'éclairer et de coordonner les actions relevant de ses compétences. Cette responsabilité fonctionnelle est importante car elle contribue, d'une part, à renforcer la capacité d'intégration des filiales dans le groupe et, d'autre part, à limiter les déperditions d'informations et à rendre les travaux opérationnels plus attractifs. D'une manière générale, l'autorité du trésorier-groupe dépendra tout autant de sa compétence que du statut des responsables de filiales qu'il assiste.

L'analyse des enjeux d'une trésorerie de groupe a mis en évidence combien la centralisation de la fonction trésorerie permettait la réalisation de gains financiers et d'économies d'échelle. Cependant, cette centralisation ne peut pas être totale sous peine pour le trésorier-groupe de devenir un « goulot d'étranglement » incapable de percevoir et de traiter toutes les informations, de transmettre et d'expliquer les décisions prises, de coordonner les actions des unités fonctionnelles. La **perte d'efficacité** liée à une trop forte centralisation fait que le trésorier va tenter de marier les avantages des deux conceptions : centralisation et décentralisation.

Reste à définir le **degré optimal de centralisation** de la trésorerie, c'est-à-dire le choix qui maximise l'avantage net dont le groupe bénéficiera. Pour ce faire, doivent être correctement évalués les **coûts spécifiques** des moyens mis en œuvre (système d'information, personnel, matériel informatique...) pour bénéficier des avantages attachés à la centralisation

9. Le *netting* bilatéral concerne uniquement la compensation entre débiteurs et crédi-teurs réciproques, seul le solde faisant l'objet d'un règlement. Le *netting* multilatéral fonctionne au travers d'une chambre de compensation, avec toutes les sociétés adhérentes. Cf. A. Bellier Delienne et S. Khath, *Gestion de trésorerie*, Economica, coll. « Techniques de gestion », 3^e édition, 2012, p. 283 pour un exemple de *netting*.

de certains services (trésorerie, services juridiques et financiers...). Il faut aussi tenir compte : (1) de la perte de flexibilité introduite par la centralisation et des coûts qu'elle induit en termes de mobilisation de financements comme en matière de gestion des risques dans les filiales ; (2) des coûts de coordination et des coûts d'opportunité générés par le temps consacré aux groupes de travail et dans les relations avec les filiales¹⁰ ; (3) des coûts induits par une démotivation et une diminution des performances dans les filiales ainsi que le coût de la communication visant à minimiser ces effets négatifs. Si la plupart des spécialistes s'accordent à penser qu'un système de gestion de trésorerie de groupe passe par la **centralisation de la stratégie et de la politique**, tel n'est pas toujours le cas au sujet de l'éventuelle décentralisation de la tactique et de l'exécution. Ces réflexions quant au niveau de centralisation des décisions à adopter sont en lien avec la théorie de l'architecture organisationnelle qui préconise, dans les firmes complexes, une partition des droits liés à la gestion de la décision (initiative et mis en œuvre) délégués aux opérationnels, et des droits liés au contrôle de la décision (ratification et surveillance), dévolus aux managers. Une étude récente (cf. encadré 6.1) donne quelques informations à propos des pratiques en termes de centralisation/décentralisation. Les contraintes réglementaires et fiscales semblent être des freins importants à la centralisation....

Finalement, quel que soit le niveau de centralisation choisi par la maison mère, le trésorier-groupe va devoir moduler ses interventions dans les filiales entre un certain autoritarisme (centralisateur) et la pratique d'une certaine autonomie.

Selon Polak et Klusacek¹¹, il serait possible de distinguer quatre phases qui caractériseraient l'importance du degré de décentralisation de la gestion de trésorerie le plus souvent rencontré au sein d'un groupe.

10. Par exemple, le trésorier-groupe doit concevoir et négocier les procédures communes dans le cadre de la convention de trésorerie, définir les schémas de circulation de l'information, les modalités de *reporting* et leurs incidences organisationnelles, puis prévoir les besoins informatiques (matériels et logiciels) dans les filiales et dans la maison mère) nécessaires à la centralisation de la trésorerie.

11. P. Polak, I. Klusacek, *Centralization of Treasury Management*, Business Perspectives, 2010. 100 pages (livre téléchargeable à l'adresse suivante) <http://aei.pitt.edu/14063/>

TABLEAU 6.1**Présentation des différentes phases de décentralisation au sein d'un groupe**

	Niveau de centralisation / décentralisation	Conséquences en termes de services ou de méthodes employés
Phase 1	Centralisation de la gestion du risque de change de transaction et de la gestion des liquidités (mais à partir d'un seuil important).	Centre de refacturation. La gestion des flux de liquidités et des paiements (exceptés les règlements en devises) reste localisée au niveau des filiales.
Phase 2	Centralisation de la gestion des risques + centralisation des flux (avec une latitude décisionnelle laissée aux trésoriers des filiales plus ou moins grandes)	Centre de refacturation Utilisation d'une méthode de cash pooling selon la latitude donnée aux trésoriers des filiales + décentralisée : Cash pooling manuel - décentralisé : Cash pooling notionnel + centralisé : méthode ZBA (cf. encadré 6.2)
Phase 3	Centralisation des risques, centralisation de la gestion du besoin en fonds de roulement, centralisation des flux et des paiements avec des variantes impliquant un degré de centralisation plus ou moins élevé ==>	==> moins de délégation : la centralisation des paiements pouvant se faire par le biais d'une centrale de paiement plus de délégation : un centre de services partagés
Phase 4	Externaliser complètement la fonction trésorerie auprès de sociétés spécialisées (ex : ETOS – e-treasury outsourcing services – site : www.etos.co.nz)

Source : d'après Polak et Klusacek (adapté par les auteurs).

ENCADRÉ 6.1**Enquête sur les pratiques de centralisation des soldes bancaires des groupes français**

Étude réalisée auprès de 62 grands groupes français en février 2014 (dont 92 % d'entre eux avaient un chiffre d'affaires supérieur à 1 milliard d'euros) :

- 87 % des grands groupes français centralisent tout ou partie de leurs soldes bancaires dont la moitié en mettant en œuvre un processus intégralement automatisé ou manuel ;
- 22 % des répondants procèdent à une concentration notionnelle ;
- le périmètre de centralisation s'étend au-delà des frontières nationales dans 72 % des cas et est mondial dans 48 % des cas ;
- 85 % des groupes opérant un cash pooling font appel à une banque ou à un prestataire pour réaliser l'équilibrage des soldes ;
- un groupe sur cinq indique avoir une idée des gains générés par la mise en place de leur cash pooling. Les montants annoncés varient entre 100 000 et 2,5 millions d'euros par an ;
- 69 % des entreprises perçoivent le principal frein à la centralisation dans les contraintes réglementaires et fiscales.

Source : enquête sur les pratiques de centralisation des soldes bancaires, mars 2014, *bfinance.fr*.

2.1.2. L'organisation des filiales

Elle est une conséquence directe des choix concernant la fonction de trésorier-groupe et le degré de centralisation de la trésorerie. Une certaine modulation est généralement introduite dans le sens où **différents degrés de responsabilité** peuvent être confiés aux filiales, selon leur taille. Par exemple, les entités les plus petites et les plus sous-équipées pourront se contenter d'envoyer au trésorier-groupe l'ensemble des flux de trésorerie en date d'opération, à charge pour ce dernier de transformer ces opérations en solde en valeur. Les structures de moyenne ou grande taille établiront plus certainement un solde journalier en date de valeur pour chacune de leurs banques.

D'autres variables influencent la détermination du degré d'autonomie laissée aux filiales : la qualification de leur personnel ; leur secteur d'activité¹² ; le taux de participation de la société mère dans leur capital ; le fait qu'elles soient ou non cotées ; ainsi que la politique envisagée par la direction générale et la direction financière en matière d'organisation du marché

12. Par exemple, la grande distribution génère de nombreux flux journaliers par opposition au secteur industriel où la fréquence est moindre mais les montants, pris individuellement, plus importants.

interne du capital et, à un autre niveau, d'allocation de moyens spécifiques pour la gestion de trésorerie.

Lors de la réflexion préalable à la mise en œuvre de la gestion de trésorerie de groupe, il est important de **préciser** les **limites** fixées à la décentralisation, en d'autres termes de définir le degré de responsabilité des trésoriers des filiales. Le choix de la méthode de cash pooling (de gestion des flux de liquidités au sein du groupe) n'est pas neutre de ce point de vue (cf. encadré 6.2). Il en va de même pour la gestion des risques (cf. encadré 6.3).

ENCADRÉ 6.2

Choix des méthodes de cash pooling selon le degré de centralisation / décentralisation des décisions accordées aux trésorier-groupe / trésoriers des filiales

Méthode plus décentralisée au niveau des trésoriers filiale : **le cash pooling manuel**. La centralisation de trésorerie se fait par des ordres de virement exécutés « manuellement » par les trésoriers du groupe et des filiales. Chaque jour, le trésorier de la filiale communique au trésorier groupe son besoin ou excédent de trésorerie pour le jour. Un ordre de virement est envoyé à la banque.

Méthode moins décentralisée : **le cash pooling notionnel**. Sans réaliser le moindre transfert de liquidités, la banque procède à une fusion des soldes détenus par le groupe pour calculer les intérêts débiteurs ou créditeurs globaux. Ensuite, ces intérêts sont ventilés sur les filiales en fonction de leurs soldes.

Méthode plus centralisée au niveau du trésorier groupe : **la méthode ZBA (Zero Balance Account)**. Mise à zéro automatique quotidienne de tous les comptes bancaires sur un compte central par transfert de fonds.

Ces méthodes ne sont pas exclusives les unes des autres au sein du groupe.

Dans le cadre de sa responsabilité fonctionnelle vis-à-vis des filiales ou de la contrainte de sa hiérarchie, le trésorier-groupe peut aller plus loin encore en établissant un **manuel de procédures** que devront suivre les trésoriers-filiales pour tout ou partie des tâches relevant de la gestion de la liquidité et de la gestion des risques.

ENCADRÉ 6.3**Niveau de décentralisation de la gestion des risques**

Des directives de portée générale (pouvant aller jusqu'à la constitution d'une véritable charte) révisées périodiquement portent généralement sur :

- le pourcentage toléré d'exposition au risque de change ou de taux ;
- les critères de sélection et les quotas de répartition des risques pays, marchés, produits, crédits et risques d'intermédiation ;
- la politique de sauvegarde des titres ;
- les principes de délégation et de limitation des pouvoirs bancaires...

Des normes peuvent aussi être fixées sur les taux ou les notations de marchés, leur choix devant être adapté aux horizons de gestion et aux usages bancaires (T4M, EURIBOR 1 à 6 mois, moyenne mensuelle des *fixing* de change, performance des Sicav...).

D'une manière générale, si la gestion des flux n'est techniquement pas problématique, ni très coûteuse, les moyens humains à mettre en œuvre deviennent importants en cas de décentralisation. Prenons l'exemple d'un groupe de la grande distribution qui dispose d'un nombre important de surfaces de vente : chaque entité est considérée comme un établissement et possède sa comptabilité propre. Il paraît préférable, en termes de coût, de centraliser la gestion de trésorerie sur une équipe réduite plutôt que de créer des binômes chargés de gérer la trésorerie dans chacun des établissements. En contrepartie, on exigera de ces derniers une qualité d'information très fiable.

En matière de **placement**, on peut sensibiliser les responsables de filiales sur le **risque de signature** qui, en cas de défaillance, signifie la perte en capital et en intérêts des sommes prêtées. Il est donc impératif de posséder une très bonne connaissance des marchés et de traiter entre spécialistes. Concernant les **financements**, l'évolution des marchés financiers et la spécificité des relations banque-entreprise (cette dernière désirant obtenir une bonne crédibilité et bénéficier de taux d'intérêt attractifs), ainsi que la lourdeur des contraintes administratives tendent inéluctablement à centraliser ces opérations sur l'organe central de trésorerie.

De plus, il peut sembler judicieux de **centraliser la gestion des risques de taux d'intérêt et de change** de l'ensemble des filiales. Ce choix permet au groupe de bénéficier, quand c'est possible, de macrocouvertures et de ne mettre en place de couvertures (coûteuses) qu'au niveau du risque non compensé. Cette décision a aussi l'avantage de réduire les investissements en hommes et matériels.

Un problème particulier se pose dans le cas où les **filiales** ne sont **pas détenues à 100 %**. Faut-il faire bénéficier des « conditions groupe » aux

minoritaires ? Dans les faits, on aura tendance, sans aller jusqu'à sortir cette société de la fusion des échelles d'intérêts, à lui faire utiliser ses propres lignes de crédits pour ne pas obérer la capacité d'endettement des autres filiales détenues à 100 %. En contrepartie, un coût d'opportunité sera supporté en cas de financement à un coût supérieur à celui négocié pour le groupe. Il est également envisageable de mettre en place une **convention de trésorerie spécifique** entre cette société et l'organe central de trésorerie afin de régir les conditions de prêt et d'emprunt sur des bases très proches des conditions de marché.

Finalement, **selon le degré de décentralisation retenu**, la mission du responsable de la **trésorerie** au sein de chaque **filiale** consiste à :

- suivre les différentes positions bancaires de la société en date de valeur au jour le jour ;
- élaborer les prévisions de trésorerie, les prévisions à un mois ou plus et les situations mensuelles ;
- de décisions d'équilibrage des comptes bancaires, de financement et de placement auprès de l'organe central de trésorerie ;
- tenir à jour l'encours des possibilités d'escompte et autres mobilisations ;
- assurer le suivi des relations bancaires et contrôler l'application par les banques des conditions négociées ;
- respecter le cahier des charges du **reporting** au trésorier-groupe (cf. *infra*, 2.2.1.)
- gérer les risques de change et de taux d'intérêt.

Sur le plan technique¹³, les **responsabilités du trésorier-groupe vis-à-vis des filiales** sont, quant à elles, les suivantes : (1) synthétiser les différentes informations transmises par les filiales ; (2) optimiser les décisions de placement et de financement ; (3) contrôler la qualité des prévisions établies par les filiales et vérifier sa propre gestion à partir de critères d'efficacité.

2.1.3. Le choix d'un organe central de trésorerie

De la simple remontée d'informations à la remontée systématique, voire automatisée, des excédents sur une **société pivot**, plusieurs niveaux de décentralisation sont envisageables. Reste à savoir quelle société doit être le pivot, c'est-à-dire l'organe central de trésorerie.

Une première solution consiste, compte tenu de son rôle, à choisir la **société mère** comme organe central de trésorerie. Une autre option consiste

13. Des développements ultérieurs sont consacrés aux contraintes humaines de la centralisation de la trésorerie dans les groupes, notamment à l'incitation des dirigeants et du trésorier des filiales (cf. *infra*, 2.2.2.).

à déléguer la gestion de la trésorerie du groupe à une **filiale spécialisée**. Dans ce cas, se pose le problème de la finalité de cet organe central de trésorerie. On peut le considérer, à l'instar d'importants groupes industriels et commerciaux, comme un **centre de profit autonome** et évoluer vers l'acquisition ou la création *ex-nihilo* d'une **banque de groupe** (cf. encadré 6.4), afin d'améliorer l'efficacité des services rendus aux autres filiales, ou à leurs clients, et de réduire les coûts de fonctionnement liés à l'activité du groupe¹⁴.

Deux exemples sont caractéristiques de ce dernier choix dans le paysage économique français : la grande distribution et le secteur automobile. La première, *via* les cartes bancaires personnalisées, a fidélisé sa clientèle et réduit sa dépendance vis-à-vis des banques. Elle est en mesure aujourd'hui de proposer d'autres services qui permettent d'assimiler ses banques de groupe au réseau traditionnel. Des constructeurs automobiles intègrent également leur propre établissement financier car leur stratégie commerciale est très dépendante du financement des acquisitions de leurs clients. Par delà ces deux exemples traditionnels, les grands groupes internationaux sont de plus en plus enclins à acquérir ou à créer leur banque afin de conserver une certaine **discretion** vis-à-vis de leur environnement industriel et bancaire, notamment lors de fusions-acquisitions de sociétés dans le cadre d'une croissance externe. De plus, l'**expertise** développée dans des domaines particuliers de l'ingénierie financière a permis à certaines banques de groupe d'avoir une **approche commerciale**, en proposant leurs services et en se constituant un fonds de commerce à travers le tissu industriel (cf. encadré 6.4).

14. La banque de groupe favorise la réalisation d'économies de gestion, l'amélioration du contrôle du risque global et permet d'accompagner la croissance et le développement international du groupe. On trouve même des groupes qui prolongent la fonction de leur banque d'une simple activité de service interne à une activité stratégique, tournée vers une clientèle externe. Cf. K.Ohana, *Les banques de groupe en France*, Paris, PUF, coll. « Gestion », 1991.

ENCADRÉ 6.4**Les banques intragroupe : utilité et risques**

Ces banques intragroupe peuvent être un moyen d'optimiser la trésorerie, de proposer une faculté de financement pour les clients, d'avoir un rôle stratégique en cas de croissance externe ou de gestion de crise.

1) Une filiale bancaire pour optimiser la trésorerie

Afin de présenter des capacités d'effet de levier, les entreprises ont développé des techniques de « **cash pooling** » c'est-à-dire des systèmes centralisés de trésorerie...

... la **centralisation de trésorerie** est constitutive d'un abus de bien social si les entités ne sont réunies que par des mouvements comptables « dénués de pertinence économiques » (Cassation, chambre criminelle, 23 avril 1991). Parallèlement, une stratégie commune est exigée des sociétés réunies par le **cash pooling** (Cour d'appel de Paris, 17 décembre 1990). En fait, la jurisprudence est vigilante sur au moins un point très net : l'apport en trésorerie ne peut être exempt de contreparties ou dépasser les facultés contributives de la société qui en a la charge.

L'expérience rapporte que, sous la pression des emplois du temps ou par manque de sensibilité au formalisme juridique, bien des trésoriers centraux ont tendance à en écrire le moins possible et à utiliser habilement le « **netting** » des créances et dettes intragroupes. Ce type de **paiement par compensation**, lorsqu'il est massif et complexe, se heurte à la rédaction rigoureuse de l'article L511-7 du Code monétaire et financier qui dispose qu'une entreprise, quelle que soit sa nature, « peut procéder à des opérations de trésorerie avec des sociétés ayant avec elle, directement ou indirectement, des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées, un pouvoir de contrôle effectif sur les autres ». À défaut, la société holding et ses dirigeants contreviendraient au monopole des établissements bancaires.

Dès lors, de nombreux groupes ont franchi le pas et se sont dotés de filiales bancaires ou assimilées. C'est le cas du groupe Peugeot, c'est le cas d'Alcatel (depuis 1956)...

Ainsi, la société faitière dispose de l'avantage d'un accès privilégié aux marchés financiers via « sa » banque et peut déployer un cash pooling d'envergure sans crainte de requalification fiscale voire judiciaire.

2) Une filiale bancaire pour faciliter les opérations commerciales

Au premier plan de ces banques intragroupes qui ont pour but de **faciliter la vie des clients**, on trouve les banques qui sont des filiales de grands distributeurs tels que Casino ou Carrefour. L'ancienne S2P (Société des Paiements PASS et CARMA Carrefour Assurances) est devenue début 2011 l'enseigne « **Carrefour Banque** » : elle a pour fonction de commercialiser la **carte Pass** (près de 3 millions d'exemplaires) lancée en 2009 en liaison avec le groupe **Mastercard**. Parallèlement, **Carrefour Banque** a émis des crédits à la consommation pour un encours de près de 3 milliards d'euros en 2011. À côté de cette activité, cette banque a collecté et géré près de 2 milliards d'euros avec ses produits d'épargne et commercialisé une gamme complète de produits d'assurances : auto, habitation, santé, etc. Elle comptait, fin 2011, un total de 1 800 collaborateurs dont 1 400 sur le terrain.

3) Une filiale bancaire pour la croissance externe ou pour gérer une crise interne

La décision de se doter d'une **banque intragroupe** peut venir d'une société dont l'objectif est la croissance externe. Au lieu de régler des « fees » à de prestigieuses banques d'affaires, la banque du groupe considéré peut procéder à d'éminents recrutements et fonder sa stratégie de repérage de cibles sur une « dream team » maison.

Parallèlement, une **banque intragroupe** peut aussi être un véhicule permettant de gérer une crise interne. Dans le cas de PSA, la **banque PSA Finance** est une filiale à 100 % du groupe qui a pour fonction d'assister le financement des clients. Parallèlement, elle a pour fonction d'assurer le financement des stocks de véhicules et de pièces de rechanges de ces deux marques. En 2011, son encours global dépassait les 24 milliards d'euros dont 6 dédiés aux concessionnaires pour un résultat courant de 530 millions.

Face aux difficultés de trésorerie du Groupe PSA, celui-ci a obtenu de l'État une caution sur des emprunts effectués par la banque du Groupe à hauteur de 7 milliards d'euros (fin 2012). Ceci permet, à la Puissance publique, de contourner certaines règles européennes (aides directes proscrites) mais il ne faut toutefois pas méconnaître les nombreuses jurisprudences françaises qui ont condamné des situations dans lesquelles des apports de fonds ont lieu (comptes-courants, recapitalisations, engagements reçus, etc.) alors que la situation « est irrémédiablement compromise ».

Source : D'après J.-Y. Archer, janvier 2013, économiste
(site : www.jeanyvesarcher.com).

Que l'organe central de trésorerie soit la société mère, une filiale spécialisée..., se pose la question dans les groupes internationaux du **choix** de son **pays d'implantation**. Dans ce cas, les **lois locales** (droit des sociétés, droit fiscal notamment) sont **plus ou moins attractives**.

L'activité de l'organe central de trésorerie s'effectue souvent sous l'autorité d'un **comité stratégique**, présidé par le PDG du groupe, chargé de donner annuellement les grandes orientations de la politique de couverture et d'approuver les procédures décisionnelles et opérationnelles, et de deux **autres comités financiers**, l'un présidé par le directeur financier et l'autre par le trésorier-groupe, chargés de mettre en œuvre cette stratégie. Dans d'autres groupes, cette organisation est concentrée dans un **comité de trésorerie** qui assure à la fois ces rôles stratégique et opérationnel. Ces comités font souvent appel à des compétences externes, soit pour des interventions ponctuelles (pour rédiger ou valider les procédures...), soit pour des missions récurrentes en assistance ou conseil (participation d'un expert neutre au comité...).

Étudions à présent les contraintes inhérentes à la mise en œuvre d'une gestion centralisée de la trésorerie dans les groupes.

2.2. Les contraintes d'une gestion centralisée de la trésorerie du groupe

Les contraintes spécifiques à la centralisation d'une gestion de trésorerie dans les groupes sont fondamentalement de deux ordres : technique et humain.

2.2.1. les contraintes techniques

Trois difficultés techniques majeures apparaissent lors de la mise en place et du fonctionnement d'une trésorerie de groupe¹⁵ : (1) la récupération et le traitement des informations ; (2) la gestion et le suivi des comptes courants ; (3) la mise en place de l'intendance de la trésorerie : le *back-office*.

1) La récupération des informations

Nous avons présenté dans la première section de ce chapitre les avantages attachés à la centralisation des décisions relatives aux prêts, emprunts et mobilisations des différentes sociétés du groupe. Or, chacune d'elles demeurant totalement libre des procédures de paiement et de recouvrement des créances, il est indispensable que l'organe central de trésorerie (la société mère ou une filiale réservée à cet effet) soit remarquablement bien informé aussi bien sur l'évolution de la **structure de trésorerie prévisionnelle**, que sur les possibilités de **mobilisation de créances** de chaque filiale. Corrélativement, l'organe central de trésorerie devra transmettre en temps réel ses décisions concernant les placements et emprunts de filiale à filiale, ainsi que les mobilisations nécessaires pour chacune d'elles.

Un problème crucial apparaît alors. Compte tenu du choix du niveau de centralisation de la trésorerie, le **système d'information** mis en place et la **structure d'organisation**¹⁶ du groupe doivent être **cohérents**. Il est également important de réfléchir à des solutions intégrées (cf. encadré 6.5).

15. Rappelons que nos propos concernent plus spécifiquement les groupes nationaux, la gestion de trésorerie dans les groupes internationaux subissant des contraintes qui nécessiteraient des développements spécifiques.

16. Une structure d'organisation peut être définie à partir de ses composants manifestes ou explicites, décrits par l'organigramme, et de ses composants latents ou implicites, exprimant la stratégie de contrôle ou le mode de régulation.

ENCADRÉ 6.5**France Télévisions centralise sa gestion de trésorerie grâce au SaaS**

Pour sa gestion de trésorerie, France Télévisions s'est séparée de ses applications hétérogènes au profit d'une solution hébergée, unique, intégrée avec son ERP Oracle. Auparavant, en l'absence d'interconnexion entre l'ERP et les outils de gestion de trésorerie, le département trésorerie groupe est contraint de consacrer quotidiennement des ressources à ressaisir des informations. « Nous voulions impérativement mettre en place une solution de gestion de trésorerie unique pour tout le groupe et la mutualiser, afin de la rendre accessible à l'ensemble des entités quel que soit leur niveau d'expertise. Il fallait aussi que cette solution couvre la totalité de nos besoins en gestion de trésorerie et assure instantanément la remontée des informations relatives aux flux quotidiens ». Au chapitre technique, l'entreprise audiovisuelle souhaite déployer une solution permettant un routage des données vers l'ERP, afin de répondre à la problématique de ressaisie, mais qui puisse également s'intégrer avec les autres briques du système d'information. La complexe implémentation de l'ERP Oracle a encouragé la maîtrise d'ouvrage et la maîtrise d'œuvre à tenir compte de la flexibilité de la future application et de la simplicité de paramétrage de son interface. Le rapport qualité-prix de la solution est naturellement aussi pris en compte. « En raison de nos critères, notre avis à l'égard du SaaS était assez favorable. Ce type d'application nous semblait offrir une intégration plus aisée avec notre existant, marqué par une forte hétérogénéité, et nous permettait de déporter sur le fournisseur une partie significative de la gestion de l'environnement technique ». Sungard, Datalog, Reuters, Kyriba... plusieurs applications de trésorerie du marché sont passées en revue. France Télévisions opte finalement au terme de l'appel d'offres pour FRP Treasury On-Demand Edition de Sage pour son périmètre fonctionnel – le volet opérations de marché, proposé conjointement avec 3D Finance – ainsi qu'en raison de son prix, compétitif (coût du projet : moins de 300 000 euros). Le déploiement s'est effectué sous forme de lots. Le premier, l'équipement de la holding, a été finalisé en un peu plus d'un mois. Sage FRP Treasury On-Demand a ensuite été déployé auprès des entités France 2, France 3, France 5, puis RFO en septembre 2008. Pour satisfaire au calendrier serré de France Télévisions, Sage a apporté des assurances en matière méthodologique et organisationnelle. Notre *a priori* positif sur le SaaS a été vérifié. Aujourd'hui, nous sommes en grande partie déchargés de la gestion technique, ce qui est un point appréciable pour nos équipes informatiques. La disponibilité de la plateforme est très forte et l'assistance technique est réactive. Le mode hébergé nous permet une meilleure gestion des coûts puisqu'ils se présentent sous forme d'une charge fixe englobant le coût d'exploitation, les licences, la maintenance et le support. En termes de bénéfices, le trésorier groupe de France Télévisions constate des gains de productivité significatifs et une fiabilisation de la gestion quotidienne, grâce notamment à une forte automatisation des processus.

Source : « France Télévisions centralise sa gestion de trésorerie grâce au SaaS », 2010, site zdn.net.fr.

La **fonction trésorerie** doit être **bien intégrée** à la vie des différentes entités du groupe. Les **interlocuteurs internes privilégiés du trésorier-groupe** sont :

- les services achats (politique de stockage ou déstockage, crédit fournisseurs, politique d'escompte, couverture du risque de change...) ;
- les services comptables et plus particulièrement le recouvrement des créances (balances clients), la comptabilité fournisseurs (échéanciers), le service banque ;
- les services techniques (politique d'investissements) ;
- les services en charge des budgets ;
- les trésoriers de chaque filiale ;
- la direction générale et la direction financière dont les rôles vont consister à définir les domaines d'intervention du trésorier-groupe en fonction du niveau de rentabilité/risque souhaité, et à contrôler la qualité de sa gestion.

La pluralité et la diversité des interlocuteurs nécessitent la mise en place de **procédures** permettant au **trésorier-groupe** de disposer des informations nécessaires à une gestion efficace (échéanciers, consultation des comptabilités, notes d'information, participation aux prises de décision...), et de distribuer l'information pertinente aux filiales. La **circulation d'information** entre les sociétés et l'organe central de trésorerie peut être envisagée sous diverses formes : téléphone, fax, messagerie électronique, télétransmission, réunions...

2) La gestion et le suivi des comptes courants

L'organisation d'une trésorerie de groupe implique la mise en place d'une gestion en comptes courants **entre** chacune des **filiales et l'organe central de trésorerie**.

Les mouvements de fonds intra-groupe génèrent des écritures comptabilisées en compte courant. Lorsque les opérations de placement/financement sont effectuées au niveau de l'organe central de trésorerie, chaque filiale peut suivre sa position de trésorerie à l'aide de son compte courant qui constitue ainsi un indicateur à la fois simple et significatif de l'évolution de ses disponibilités.

Les comptes courants vont également servir de base pour la **rémunération ou la facturation des avances**, selon que les filiales les ont consenties ou perçues. Le trésorier-groupe devra établir l'échelle d'intérêts du compte courant de chaque filiale. Le taux convenu dans les conventions de trésorerie sera appliqué à leurs nombres créditeurs ou débiteurs¹⁷. Le

17. La facturation/rémunération de ces avances est complétée par celle issue de la fusion des échelles d'intérêts ou de la centralisation automatique des soldes.

choix de ce taux est souvent l'objet de discussions au sein des groupes selon que les dirigeants souhaitent appliquer strictement les taux de marché, conserver une marge au niveau de l'organe central de trésorerie ou des sociétés ou favoriser une filiale en difficulté. Quoi qu'il en soit, il apparaît souhaitable de ne pas s'éloigner trop fortement des conditions de marché afin de respecter une certaine véracité dans l'analyse des résultats financiers de chaque société et pour éviter de faire l'objet d'un redressement fiscal pour acte anormal de gestion aussi bien que pour ne pas être suspecté d'abus de biens sociaux (cf. *infra*, 3.).

3) Le *back-office* de la trésorerie de groupe

Cette fonction a pour objet d'assurer le suivi et le contrôle, en temps réel, des positions de risques du groupe, ainsi que le contrôle des procédures et des personnes. Aussi, il lui faut être **proche de la prise de décision**, donc faire partie de la fonction trésorerie. Selon les organisations, le *back-office* assure la mise en place des tableaux de bord et du *reporting* aval (des filiales vers l'organe central de trésorerie) et amont (de la trésorerie vers la direction financière ou la direction générale) et est aussi chargé des relations avec la comptabilité du groupe.

Le premier rôle du *back-office* de la gestion de trésorerie est d'assurer un **suivi constant des positions de change et de taux** du groupe. Compte tenu de la sophistication de certains instruments financiers, de la complexité de certaines positions et de la nécessaire rapidité d'adaptation et de mise à jour, les logiciels informatiques jouent un grand rôle dans le calcul de la sensibilité de la position à une variation donnée d'un paramètre, en d'autres termes, dans l'évaluation du risque de perte ou de gain. Bien qu'évalués et suivis à l'aide de techniques différentes, les **risques de signature et de liquidité** sont aussi la prérogative de la fonction *back-office*.

En conséquence, la **centralisation totale** de la gestion de trésorerie (concernant notamment la négociation des conditions bancaires, les décisions de placement/financement et la couverture des risques) **minimise le coût de fonctionnement du *back-office*** (donc de l'intendance de la trésorerie-groupe) L'arbitrage en faveur d'une certaine décentralisation devra nécessairement inclure les coûts marginaux supportés au titre de la fonction *back-office*.

De plus, le *back-office* assure généralement la construction de **tableaux de bord** de la gestion de trésorerie de groupe. Concernant le **reporting des filiales** à l'organe central de trésorerie, ce document synthétique reprend¹⁸ :

18. Le rythme de diffusion est en général au moins mensuel. Pour faciliter le *reporting* groupe, il est préférable que toutes les sociétés utilisent un document dont la présentation est identique. De plus, une analyse des principales variations doit accompagner chaque situation.

- l'endettement à court, moyen et long terme ;
- les placements selon leur degré de liquidité ;
- la situation des comptes courants ;
- la position des comptes bancaires ;
- les autorisations de mobilisation ;
- les montants des comptes clients et fournisseurs ou les ratios de rotation correspondants.

Si l'on considère le **reporting du trésorier-groupe** à la direction financière¹⁹, le tableau de bord intègre généralement :

- la situation de trésorerie existante et prévisionnelle ;
- le détail des encours de placements et financements ;
- les positions de taux et de change, les gains et pertes réalisés et potentiels ;
- la sensibilité des positions aux variations de taux, de change et de cours. L'horizon du tableau de bord doit alors être conforme aux horizons d'exposition aux risques financiers encourus et projetés par le trésorier-groupe.

Différentes fréquences de *reporting* à la direction financière sont pratiquées dans les groupes (*reporting* hebdomadaire, mensuel et trimestriel) permettant ainsi de moduler l'information transmise dans le temps, en fonction des spécificités et contraintes financières, industrielles et commerciales du groupe.

2.2.2. Les contraintes humaines

Le problème crucial est le suivant : comment sensibiliser les responsables des filiales à la gestion centralisée de la trésorerie ?

La mise en place d'une gestion de trésorerie-groupe apparaît de prime abord comme imposée aux filiales. La centralisation des tâches perçues comme nobles (négociation et prise de décision), le surcroît de travail exigé par le *reporting*, ne vont pas faciliter cette organisation. Par ailleurs, les liaisons avec les filiales vont compliquer les relations de pouvoir risquant de provoquer des rejets.

En conséquence, l'utilité d'une gestion de trésorerie centralisée sera maximisée notamment par la **sensibilisation des responsables** des filiales à l'intérêt que représente pour le groupe une telle pratique, ainsi que

19. Un reporting à la direction générale peut également être prévu. Il aura une valeur essentiellement informative par rapport à celui destiné à la direction financière qui, compte tenu des indicateurs pertinents en termes de pilotage qu'il fournit, est délibérément tourné vers l'action.

par leur **participation à l'élaboration et au fonctionnement du système**. Le « réflexe trésorerie » sera donc conforté par :

- les enjeux et les économies potentielles d'un tel système ;
- une participation active des dirigeants des filiales ;
- l'apport du trésorier-groupe en tant que formateur conseiller ;
- un système d'intéressement adéquat favorisant l'amélioration globale de la gestion de trésorerie.

Comme le soulignent Poloniato *et al.*, « ... le plus grand risque du métier de trésorier est un risque humain. Les relations sont *impérativement* des relations de confiance »²⁰. Aussi, la **banalisation** (les mouvements de fonds à l'intérieur du groupe doivent être ressentis comme une activité normale) et l'**efficacité** de la centralisation de la trésorerie seront-elles, avant tout, fondées sur la **crédibilité** de l'organe central de trésorerie **et sur l'autorité** (moins hiérarchique que fondée sur la compétence, l'expertise) de la société mère.

La sensibilisation et l'adhésion des responsables des filiales à l'organisation centralisée de la trésorerie sont d'autant plus importantes qu'en cas d'opposition à cette dernière, la **gestion des filiales** risque d'en souffrir (dérapage des composantes du BFR...), ainsi que, finalement, le **fonctionnement** et la **performance du groupe** (mauvaise qualité et retard du *reporting* des filiales ; financement de déséquilibres financiers accrus dans les filiales...).

Une autre difficulté tient aux nombreuses **fusions et acquisitions** à des fins de concentration auxquelles on assiste depuis plusieurs années. Ces opérations conduisent souvent à d'importantes **restructurations internes** dans un environnement changeant, et les firmes ne disposent pas toujours d'un réservoir suffisant de managers généralistes pour les fonctions de direction et/ou de cadres spécialistes pour les fonctions opérationnelles, dont la trésorerie.

Les modalités organisationnelles de la gestion de trésorerie de groupe ainsi présentées (cf. encadré 6.6 également, pour une réflexion de nature juridique concernant la structure appropriée pour centraliser la trésorerie), reste à définir les critères permettant d'évaluer son efficacité.

20. Cf. B. Poloniato *et al.*, *op. cit.*, 1997, p. 59.

ENCADRÉ 6.6**Quelle structure juridique adopter pour centraliser les opérations de trésorerie ? Les critères de choix****1 – L'utilisation d'un holding**

La centralisation des opérations de trésorerie par le holding va permettre de maintenir une certaine cohérence dans la hiérarchisation du groupe. Si ce montage satisfait la jurisprudence, exigeant l'existence d'une unité économique liant les différentes sociétés concernées, il satisfait également les sociétés sœurs ou filiales. Cette fonction étant exercée par une société en position de force, aucune rivalité ne peut s'établir entre celles-ci. La direction assurant la répartition. Cependant il est d'ordinaire dans la pratique, que la société pivot exerce sa mission en position de sous holding. Elle peut ainsi gérer les participations du groupe en se substituant à la société mère et maintenir un contrôle direct sur les filiales dont elle assure la gestion de trésorerie. Outre sa position de holding ou de sous holding, aucune forme juridique spécifique n'est requise, seul la société civile ne peut pas être utilisée.

2 – L'utilisation d'une filiale

La société mère peut choisir de faire jouer le rôle de la structure pivot par une filiale qu'elle contrôle. Mais cette solution n'est pas sans poser certains problèmes corrélés à celui de la démotivation des filiales. Dans cette hypothèse la société pivot peut être la filiale directe de la société mère mais peut aussi, être contrôlée par les filiales alors que pour sa part, n'étant pas en position d'actionnaire, elle ne peut en aucun cas en prendre le contrôle. Il n'y a pas, ici, d'écran entre la société mère et ses filiales. Ce montage risque donc d'entraîner certaines difficultés au niveau interne, notamment si les autres filiales du groupe ont un poids économique sensiblement équivalent. Les responsables financiers de ces filiales pourront, alors s'estimer spoliés au profit d'un de leurs pairs, d'une partie de travail valorisante, à savoir la relation avec le banquier. De même, si cette filiale (structure pivot) joue un rôle dominant dans le groupe, lui confier la gestion de trésorerie de l'ensemble des sociétés sœur va accentuer ce déséquilibre.

La société mère peut également recourir à la création d'une **filiale commune**. Cependant son objet principal étant d'organiser, de manière permanente, la collaboration entre chacune des sociétés associées dans le but de rechercher et de partager les bénéfices, son utilisation se prête mal à l'objectif auquel se destine l'organe centralisateur. En effet, ce dernier visant une mise en commun par les entreprises du groupe, ce schéma ne reste que très rarement utilisé, la constitution d'une filiale commune étant particulièrement réservée à des sociétés indépendantes ne faisant pas partie d'un groupe préconstitué.

3 – L'utilisation d'un groupement d'intérêt économique (GIE)

Rien ne semble empêcher un groupement d'intérêt économique de procéder à des opérations de trésorerie au sein du groupe. La pratique du GIE de trésorerie est d'ailleurs devenue fréquente. Étant doté de la personnalité morale et de la pleine capacité juridique, il est possible au GIE d'effectuer toutes les opérations financières au même titre que n'importe quelle société commerciale du groupe. La gestion de trésorerie peut donc entrer dans l'objet d'un tel groupement, qui offre l'avantage d'être une structure d'une grande souplesse très largement contractualisée. Cependant lorsque la société chargée de jouer le rôle de structure

pivot est un GIE, il n'est pas possible de le positionner comme holding puisque la finalité d'un tel groupement ne peut être que d'agir dans le prolongement de l'activité économique de ses membres. Le GIE ne pouvant détenir une quelconque participation au capital d'autres sociétés, il ne dispose d'aucun pouvoir de domination et doit donc compter parmi ses membres une société mère, exerçant un contrôle effectif sur toutes les autres sociétés. Bien au contraire, devant se trouver sous la domination en capital des autres entreprises du groupe, il doit disposer d'un capital social, même symbolique, auquel doit souscrire l'ensemble des sociétés du groupe.

Après l'analyse des différentes formes juridiques dont peut être dotée la structure pivot, il semblerait que le montage le plus convaincant repose sur une organisation en holding. Juridiquement, la société pivot dispose du lien en capital exigé par la loi bancaire et exerce un pouvoir de contrôle effectif, ce qui lui permettra de centraliser la trésorerie des filiales et les dividendes à moindre coût.

Source : 4^e Partie : Une personnalité morale non agréée comme établissement de crédit, 2007, www.monjuriste.com.

2.3. Critères d'efficacité de la fonction trésorerie dans les groupes

L'efficacité de la gestion de trésorerie de groupe se mesure aussi bien dans les filiales que dans la maison mère.

2.3.1. Au sein des filiales

Nous avons évoqué le problème de la qualité de l'information et plus particulièrement des prévisions transmises par les filiales qui vont déterminer l'optimisation de la gestion au niveau du groupe. L'intéressement des filiales à la gestion groupe passe par une **mesure de fiabilité de leurs prévisions**. En utilisant les arrêtés d'agios trimestriels fictifs, il est possible de juger celle-ci en comparant les prévisions aux échelles bancaires. La filiale peut alors voir son **erreur de prévision sanctionnée**²¹ (cf. encadré 6.7).

21. Cette méthode résout selon nous le problème soulevé par H. La Bruslerie (de) et C. Eliez, *op. cit.*, p. 366, concernant le risque de contestation d'un minoritaire (une filiale) de voir détourner au profit de l'organe central de trésorerie le résultat d'une opération menée en commun avec la banque.

ENCADRÉ 6.7**Détermination et sanction des erreurs de prévision de trésorerie des filiales**

On **corrige** dans un premier temps **les effets de la fusion des échelles d'intérêt** en rémunérant les nombres créditeurs des filiales et en leur facturant les nombres débiteurs tels qu'ils figurent sur les échelles fictives, aux taux convenus dans les **conventions**. Puis, d'une manière simplificatrice, on **calcule les écarts** suivants :

$$\begin{aligned} & \text{nombres créditeurs réalisés} - \text{nombres créditeurs prévisionnels} \\ & \quad + \\ & \text{nombres débiteurs réalisés} - \text{nombres débiteurs prévisionnels} \end{aligned}$$

Lorsqu'il reflète une mauvaise qualité de prévision, cet écart global peut être soumis à une pénalité au taux de la convention (taux débiteur ou créditeur selon la nature de l'écart). Cette approche vise à éviter une politique « d'argent facile » pour les filiales qui ont des besoins de trésorerie et une politique de « thésaurisation » dans les sociétés excédentaires.

On assistera, au niveau de l'organe central de trésorerie, aux opérations chronologiques suivantes : (1) débit par la banque des agios trimestriels ; (2) facturation aux filiales des nombres débiteurs en banque et en compte courant et rétrocession au franc le franc de la commission de mouvement ; (3) facturation par les filiales des nombres créditeurs en banque et en compte courant ; (4) facturation aux filiales des éventuelles pénalités. L'organe central de trésorerie va dégager un résultat financier de ces différentes opérations. Se pose alors une question : le résultat doit-il rester au niveau central ou bien doit-il être réparti entre les sociétés qui ont avancé des fonds s'il est bénéficiaire, ou entre les sociétés emprunteuses s'il est déficitaire ? Cette décision peut provoquer des divergences d'intérêt entre la maison mère et ses filiales dont le coût pénalisera forcément le choix de la centralisation. Un des éléments jouant en faveur de la répartition est la motivation qu'elle génère en instituant un régime d'intéressement venant récompenser les performances de chaque filiale.

Source : P. Desbrières et F. Minetti, « La gestion de trésorerie dans les groupes : avantages et aspects organisationnels de la centralisation », Banque, n° 532, 1992, p. 1042-1043.

2.3.1. Au niveau du trésorier-groupe

L'efficacité de sa gestion peut être mise en évidence :

- par les échelles d'intérêts fusionnées (qualité des décisions d'équilibre de placement et financement) ;
- par la marge dégagée sur les opérations de placement par rapport au niveau de risque encouru ainsi qu'au degré de liquidité de ces placements ;
- par le degré de couverture par rapport à l'exposition aux risques de taux d'intérêt et de change ;

- plus généralement sur les conditions négociées en taux et dates de valeur, sur la souplesse d'utilisation des outils de gestion sélectionnés.

Le **rapport d'activité** du trésorier-groupe à ses directions générale et financière **intégrera**, outre le tableau de bord déjà présenté :

- le **résultat financier sur les flux d'exploitation** qui est lui-même fonction de la plus ou moins bonne adéquation, en valeur et dans le temps, entre les flux d'exploitation prévisionnels et les flux d'exploitation réels. Cet indicateur sert de mesure dynamique et instantanée du niveau de maîtrise des flux liés à l'activité ;
- **l'état prévisionnel de trésorerie** établi à partir de la projection des résultats à venir et qui revêt une valeur informative de caractère stratégique.

Présentons maintenant les diverses contraintes juridiques et fiscales limitant les groupes dans la mise en place et dans le fonctionnement d'une gestion de trésorerie centralisée.

3. Contraintes juridiques et fiscales d'une trésorerie de groupe

Les deux premières sections de ce chapitre ont montré que la circulation des capitaux d'un groupe, en favorisant l'homogénéisation des conditions bancaires et l'optimisation de la gestion des crédits et des placements, offre de nombreuses possibilités de gains sur les frais financiers. Outre la réalisation d'économies d'échelle, la centralisation de la négociation et des décisions de placement et de financement permet d'intégrer directement la trésorerie dans la stratégie du groupe. Ce choix peut cependant poser problème sur le plan organisationnel, notamment en termes de compatibilité avec la décentralisation des activités. Il produit aussi des contraintes techniques et humaines d'autant plus importantes que le groupe est important et que ses activités sont diversifiées.

Toute contrainte organisationnelle peut néanmoins être levée, même à un coût prohibitif. Il n'en va pas forcément de même avec les aspects légaux de la gestion de trésorerie de groupe. En effet, la circulation de flux monétaires entre les sociétés du groupe est réglementée par la loi bancaire et le droit des sociétés, ainsi que par le droit fiscal. L'objectif de cette section est de présenter ces différentes contraintes légales et d'apprécier la marge de manœuvre qu'elles laissent aux groupes.

3.1. Les opérations de trésorerie et la loi bancaire (loi 84-46 du 24 janvier 1984)

La loi bancaire (article 1^{er} et suivants) définit comme étant une opération de banque : la réception de fonds du public, toute opération de crédit, ainsi que la mise à disposition de la clientèle ou la gestion de moyens de paiement. Elle interdit expressément à toute personne, autre qu'un établissement de crédit, d'effectuer des opérations de banque à titre habituel, et à toute entreprise, autre qu'un établissement de crédit, de recevoir du public des fonds à vue ou à moins de deux ans de terme.

Cependant, comme l'atteste l'interprétation qu'en ont faite les autorités monétaires et le Comité de la réglementation bancaire, **la loi bancaire** (article 12-3°) **autorise** certaines exceptions, dont **les opérations de trésorerie entre sociétés d'un même groupe**²². Sont ainsi validées les opérations telles que les prêts et les avances en comptes courants qui permettent à la société mère de centraliser les excédents de trésorerie de certaines filiales pour les redistribuer à celles dont la trésorerie est négative. Néanmoins, la loi bancaire subordonne la légalité des flux de trésorerie entre sociétés d'un même groupe à deux conditions. La première tient à la définition même de la notion de groupe, la seconde s'attachant à la nature des opérations de trésorerie autorisées. L'article L. 511-7 du Code monétaire et financier introduit une exception au monopole des établissements de crédit imposé par l'article L. 511-5 du même Code, en disposant qu'une entreprise, quelle que soit sa nature, peut « procéder à des opérations de trésorerie avec des sociétés ayant avec elle, directement ou indirectement, des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées un pouvoir de contrôle effectif sur les autres ».

3.1.1. Définition de la notion de groupe

Selon la loi bancaire (article 12-3°), seules sont autorisées à effectuer entre elles des opérations de trésorerie, les **entreprises caractérisées par des liens en capital directs ou indirects, conférant à l'une d'elles (le plus souvent la société mère) un pouvoir de contrôle effectif sur les autres**. Si les sociétés sont liées à plus de 50 %, la condition posée sera toujours respectée. En revanche, des avances en compte courant et des prêts participatifs ne peuvent constituer des liens de nature à autoriser des opérations de trésorerie, et un contrôle exercé par le biais de contrats de coopération ou d'assistance n'est pas considéré comme effectif. Lorsque la société mère détient une moindre participation (*i.e.* moins de 50 %) dans

22. Cf. P. Desbrières et F. Minetti, « Contraintes juridiques et fiscales d'une trésorerie de groupe », *Banque*, février 1992, p. 163 et s.

Le capital des filiales concernées, il est nécessaire d'examiner comment se réalise le contrôle.

Dans ce contexte, de nombreux auteurs se réfèrent à d'autres critères que celui, trop restrictif, du lien en capital exigé par la loi bancaire. La notion de contrôle effectif est alors appréhendée sur la base de modalités plus proches de la réalité, telles que les définit le droit des sociétés (article 357-1 de la loi 66-537 du 24 juillet 1966). Parmi ces critères, on trouve : (1) la détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote permettant de décider la politique de la société ; (2) la désignation de la majorité des membres des organes de direction, d'administration ou de surveillance ; (3) le pouvoir d'exercer une influence dominante en vertu de contrats ou de clauses statutaires.

En fait, le contrôle est réputé effectif dans le cadre d'une participation inférieure à 50 %, dès lors qu'aucun actionnaire ne peut empêcher la société mère d'exercer sa domination sur les autres sociétés du groupe. Au-delà de critères précis de seuils, c'est donc l'exercice réel de ce pouvoir de domination, notamment dans les organes de direction, qui est apprécié. Notons qu'un GIE peut effectuer des opérations de trésorerie au profit de sociétés membres, dans la mesure où ces entités constituent un groupe au sens de l'article 12-3° de la loi bancaire. En revanche, bien que cette dernière ne le stipule pas, la participation au capital ne peut pas être détenue par des personnes physiques (cf. encadré 6.6). En effet, la jurisprudence du Comité des établissements de crédit n'admet les opérations de trésorerie intra-groupe qu'entre entreprises ayant la forme de sociétés.

S'il apparaît que les opérations entre sociétés liées sont autorisées (relations verticales entre société mère, filiales et sous filiales), qu'en est-il pour les sociétés sœurs ? On trouve deux cas fondamentaux d'opérations de trésorerie entre filiales. Le premier est l'opération triangulaire (cf. figure 6.1.), qui respecte la notion de lien direct et effectif en capital, en faisant transiter toute opération par la société mère. Cette pratique permet au trésorier-groupe de maîtriser à coup sûr l'ensemble des opérations et de centraliser la facturation des comptes courants. Par contre, elle se traduit par une certaine lourdeur qui implique des coûts de transactions et des coûts d'opportunités.

FIGURE 6.1

L'opération triangulaire

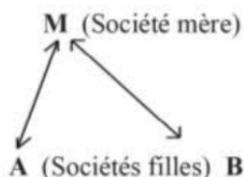


FIGURE 6.2

L'opération horizontale



La notion de lien indirect permet d'étudier la licéité des opérations horizontales de trésorerie entre sociétés sœurs (cf. figure 6.2.). Un lien indirect s'établit « par l'intermédiaire d'une ou plusieurs sociétés tierces et/ou comme le rattachement, quelle que soit la parenté monétaire des parties à l'opération, à une même société mère ou participante »²³. Selon la Direction du Trésor, les **opérations horizontales de trésorerie entre sociétés sœurs sont légales**, les dispositions de l'article 12-3° de la loi bancaire entendant faciliter toutes les opérations financières entre sociétés d'un même groupe, et notamment étendre la licéité des opérations entre filiales et maisons-mères à celles qui peuvent être menées entre sociétés parentes mais sans lien direct en capital (opérations ascendantes, descendantes et horizontales).

Finalement, il suffit que deux entreprises, quels que soient leurs liens réciproques, fassent partie d'un même **ensemble de sociétés liées par une relation de contrôle effectif** pour qu'elles puissent réaliser directement entre elles des opérations de trésorerie.

Selon les termes de l'article 12-3° de la loi bancaire, le législateur a aussi désiré ne plus imposer, comme c'était le cas auparavant, la centralisation des opérations de trésorerie au sein d'une « banque de groupe » ou d'une « société financière de groupe ». Depuis 1984, ces opérations peuvent s'effectuer soit directement entre sociétés industrielles et commerciales, soit par l'intermédiaire d'une « société pivot » spécialisée dans les activités de financement et de trésorerie. Si elle est privilégiée, la centralisation des flux de liquidités ne requiert pas le statut d'établissement de crédit, même si l'organe central de trésorerie emprunte une partie de ses ressources auprès d'établissements de crédit ou sur le marché financier, dans la mesure où il ne consent pas de prêts à des tiers extérieurs au groupe.

Enfin, il n'est plus nécessaire que le lien en capital entre les sociétés effectuant ensemble des opérations de trésorerie soit doublé d'un lien éco-

23. Cf. I. Urbain-Parleani, *Les comptes courants d'associés*, LGDJ, 1986.

nomique, ni que le groupe forme une structure cohérente et que les sociétés aient une activité complémentaire²⁴. Sont donc licites les opérations de trésorerie dans les groupes de forme conglomérale.

3.1.2. Définition des opérations de trésorerie

La définition d'une opération de trésorerie est loin de faire l'objet d'un consensus. Une première approche consiste à retenir la **durée de l'opération**. Le système bancaire limite les opérations de trésorerie à des avances de très courte durée, mais cette vision restrictive n'est jamais retenue. La définition économique fait référence aux avances à court terme, donc inférieures à deux ans. Enfin, certains auteurs considèrent que la durée de l'emploi et la longévité de la ressource sont liées, quelle que soit l'origine de cette dernière (bénéfice, apports des actionnaires, cession d'actifs, emprunts...).

Toutefois, la définition d'une opération de trésorerie par la notion de durée paraît insuffisante. Il est en effet nécessaire de s'attacher plus directement à ses **caractéristiques économiques et financières**. On peut alors appréhender la notion de trésorerie comme une résultante entre des encaissements et des décaissements (cf. chapitre 1, 1.), et ne pas s'attacher à des opérations bien individualisées. On raisonnera alors en termes de trésorerie **structurellement ou ponctuellement**, positive ou emprunteuse. Selon son caractère éphémère ou durable, un excédent dans la filiale donnera lieu à une avance à court ou long terme pour la société mère. Cette analyse devrait se limiter aux opérations courantes d'exploitation : afin de respecter certains principes de prudence, une filiale devant financer par emprunt l'acquisition d'un actif à immobiliser devrait faire appel à des financements externes au groupe.

On peut donc retenir une définition économique assez large et entendre par opération de trésorerie, **toute opération de crédit quelles qu'en soient la forme** (prêts, cautions, avances en compte courant, crédits par signature...) **et la durée**. Cette définition est conforme à l'interprétation de la loi bancaire faite par la Direction du Trésor et le Comité de la réglementation bancaire²⁵.

Étudions à présent comment le droit des sociétés interprète les opérations de trésorerie dans les groupes.

24. Tel n'a pas toujours été le cas puisque la réglementation antérieure exigeait « que la société qui reçoit les fonds et celles qui les remettent soient unies dans leur patrie et leur activité ». Cf. P. Desbrières et F. Minetti, *op. cit.*, février 1992, p. 164.

25. *Ibid.*, p. 165.

3.2. Les opérations de trésorerie et le droit des sociétés (loi 66-537 du 24 juillet 1966)

D'une manière générale, sont considérés comme valides les actes accomplis par une société en conformité avec l'objet social défini par ses statuts. Aussi, pour que les opérations de trésorerie intra-groupe soient réputées licites, les **statuts** des sociétés concernées doivent-ils prévoir la possibilité d'octroyer des **avances et prêts**²⁶. Pour la jurisprudence, qui est ici assez libérale, il suffira d'établir que le prêt accordé est **en rapport direct avec l'activité** de la société prêteuse. Le droit des sociétés introduit des contraintes spécifiques dans la gestion de trésorerie des groupes selon que l'on se préoccupe des conventions de trésorerie, du risque d'abus de bien social ou du risque d'extension du redressement ou de la liquidation judiciaire.

3.2.1. La procédure des conventions réglementées

L'existence des groupes entraîne nécessairement la multiplication des conventions contractuelles, notamment dans le cadre de l'organisation de leur gestion de trésorerie. Par exemple, en cas de fusion des échelles d'intérêts (cf. *supra*, 1.2.3.), les banques exigent généralement une convention de trésorerie entre les sociétés du groupe concernées par la fusion.

Le Code de commerce distingue notamment deux types de conventions, les conventions réglementées et libres. Pour les premières, elle prévoit un mécanisme d'autorisation préalable de certaines conventions conclues entre la société et l'un de ses dirigeants pour éviter de conclure à son profit une convention désavantageuse pour la société. La loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (loi NRE) a ensuite élargi à certains actionnaires (ceux détenant une fraction des droits de vote supérieure à 10 % ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l'article L. 233-3) la liste des personnes devant respecter la procédure des conventions réglementées pour conclure une convention avec la société. Pour les secondes (conventions libres), l'encadré 6.8 précise les conditions nécessaires permettant de les reconnaître. Enfin, la loi n°2014-1 du 2 janvier 2014 exclut du champ d'application des conventions réglementées celles conclues entre une société et sa filiale à 100 %.

26. Voir *Lamy Sociétés Commerciales*, n°2164, 2014.

ENCADRÉ 6.8**Cadre légal des conventions****Conventions réglementées**

Art. 101, loi du 24 juillet 1966 : « Toute convention intervenant entre une société et l'un de ses administrateurs ou directeurs généraux doit être soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration. Il en est de même des conventions auxquelles un administrateur ou directeur général est indirectement intéressé ou dans lesquelles il traite avec la société par personne interposée. Sont également soumises à autorisation préalable, les conventions intervenant entre une société et une entreprise, si l'un des administrateurs ou directeurs généraux de la société est propriétaire, associé indéfiniment responsable, gérant, administrateur, directeur général ou membre du directoire ou du conseil de surveillance de l'entreprise ».

Conventions libres

Art. 102, loi du 24 juillet 1966 : « Les dispositions de l'article 101 ne sont pas applicables aux conventions portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales ».

La loi NRE a créé une obligation d'information sur les conventions libres conclues par la société. Le texte des conventions libres doit donc être communiqué par l'intéressé au président du conseil d'administration.

La Loi de Sécurité Financière du 1^{er} août 2003 a précisé que l'obligation de communiquer le texte des conventions libres ne s'applique pas « lorsqu'en raison de leur objet ou de leurs implications financières, elles ne sont significatives pour aucune des parties ».

ENCADRÉ 6.9**Définition d'une opération « courante » conclue à des conditions « normales » : conditions nécessaires afin d'échapper au contrôle des conditions réglementées**

Une opération financière entre sociétés d'un même groupe n'échappe pas au régime de contrôle des conventions réglementées applicable, sauf si cette opération est « **courante** » et qu'elle est conclue à des **conditions « normales »**.

La Compagnie nationale des commissaires aux comptes estime que l'existence d'un groupe doit être prise en considération pour déterminer le caractère courant d'une opération et le caractère normal de ses conditions. Ainsi, le caractère courant d'une transaction financière intragroupe sera présumé, qu'il s'agisse de prêts, d'avances, de cautionnements ou encore de la gestion d'un pool de trésorerie. Position récemment confortée par la Cour de cassation qui a approuvé une Cour d'appel ayant jugé que des conventions de gestion et de trésorerie entre sociétés d'un même groupe n'étaient pas, *a priori* et par définition, des conventions réglementées.

Le caractère normal des conditions devra être recherché au cas par cas en fonction :

- de l'importance des montants en cause au regard de la situation des sociétés en présence, et notamment des possibilités financières de la société qui supporte la charge de l'opération ;
- du taux appliqué, au regard de la nature de l'opération et de sa durée, cette appréciation reposant sur les conditions en vigueur tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du groupe.

Toujours pour la CNCC, un abandon de créance, un prêt sans intérêt et une subvention, ne peuvent jamais avoir un caractère habituel, même entre sociétés appartenant à un même groupe.

Source : « Opérations financières intragroupes : rappel du régime juridique et jurisprudence récente », Option Finance, n°1264, avril 2014.

Pour mettre en place une convention de trésorerie, les groupes optent généralement pour l'une des deux formes classiques suivantes :

- la **convention de pool de trésorerie**, particulièrement souple, qui permet le transfert des fonds d'une société excédentaire vers une société déficitaire, *via* la société mère. Cette convention prévoit la **mise en commun systématique des soldes** de chacune des sociétés adhérant à la convention. Cette centralisation est automatique, le solde de chaque filiale étant mis à zéro au jour le jour par le trésorier-groupe. Cette convention n'empêche pas toutefois les trésoriers de chaque filiale de recourir à des emprunts ou à des placements directement à son niveau, l'accès au financement groupe ne jouant alors que sur les soldes résiduels. Ces derniers réalisent alors des arbitrages entre les conditions internes et externes de financement et de placement ;
- la **convention d'omnium**, plus contraignante, qui autorise la **mise en commun** par les sociétés de leurs **disponibilités** financières afin de les répartir en fonction des besoins de chacune et **donne mandat à la société mère** : (1) d'encaisser les créances et de régler les dettes des autres signataires (leur gestion n'étant pas déléguée²⁷) ; (2) de placer et emprunter auprès des banques ou du marché les sommes nécessaires à l'ajustement de la trésorerie du groupe.

Ces deux formes usuelles correspondent au support juridique qui régit les opérations de prêt et d'emprunt intra-groupe. Elles **précisent** notamment les règles en matière de **taux de rémunération** ou **d'emprunt** ainsi que la **durée** contractuelle de validité. Leur grand intérêt tient à ce qu'elles permettent de ne pas soumettre à autorisation chacune des opérations constituant la convention de groupe. Les conventions de *pool* de trésorerie et d'omnium peuvent aussi prévoir des clauses concernant les **modalités**

27. Ainsi, le suivi des créances et des dettes, les relances, le contentieux et les éventuels impayés relèvent toujours de la responsabilité des filiales. Cette limitation de la convention vise à éviter le risque de confusion de patrimoine (cf. *infra*, 3.2.3.).

de la centralisation de la gestion **du risque de change et de taux d'intérêt**.

Bien que permises, les opérations de trésorerie intra-groupe ne sont pas *a priori* considérées comme courantes ni conclues à des conditions normales. Aussi les conventions qui les régissent **doivent-elles** théoriquement **obtenir l'autorisation** préalable **du CA et de l'assemblée des associés**, et figurer dans le rapport spécial **du commissaire aux comptes** (art.50, loi de 24 juillet 1966).

Une dérogation à cette procédure d'approbation est toutefois possible pour les « ... conventions portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales » (cf. encadré 6.9).

En conséquence, il paraît possible aujourd'hui d'estimer que l'existence même du groupe peut être prise en considération pour déterminer le caractère courant d'une convention entre sociétés d'un même groupe et le caractère normal de ses conditions. L'existence de transactions financières étant considérée comme naturelle au sein d'un groupe, leur **caractère courant est présumé**. L'appréciation du caractère normal des conditions de la transaction doit, quant à elle, être effectuée selon des critères opérationnels, notamment au regard des possibilités financières de la société qui en supporte la charge, et de la contrepartie (rémunération) dont bénéficie le prêteur.

Finalement, si les conventions n'apparaissent pas devoir obligatoirement être soumises à la procédure des conventions réglementées, leur **caractère normal** doit en tout état de cause être **justifié** par la société **et apprécié par le commissaire aux comptes** dans le souci de ne pas altérer la qualité de l'information des actionnaires. Les informations contenues dans l'encadré 6.10 montrent que la qualification de la convention suscite encore des débats actuels...

ENCADRÉ 6.10**Les conventions et quelques aspects d'ordre juridique dans le cadre de la gestion de trésorerie des groupes**

Les conventions de cash pooling tombent sous le coup de l'application de la loi « Nouvelles réglementations économiques (ou NRE) », entrée en vigueur en 2003, et qui encadre strictement les contrats qui pourraient résulter d'un abus de majorité, par exemple. Au titre de la loi NRE, il existe deux régimes d'autorisation pour les sociétés anonymes.

Le premier, le plus lourd, nécessite que ces conventions fassent l'objet d'une autorisation préalable du conseil d'administration ou de surveillance de la filiale, qu'elles soient transmises aux commissaires aux comptes de l'entreprise, puis qu'elles soient approuvées par l'assemblée des actionnaires statuant au vu du rapport des commissaires aux comptes. Si la première de ces conditions n'est pas remplie, la convention sera réputée nulle. « Les conséquences d'une annulation sont très lourdes pour le groupe, sans parler des risques de sanctions pénales au titre de la violation du monopole bancaire, car elles bloqueraient toute possibilité de flux de trésorerie intragroupe ».

Dans le cadre du second régime, bien plus simple, l'autorisation du conseil d'administration n'est pas nécessaire, et depuis 2011, il n'est même plus nécessaire d'informer les administrateurs et les commissaires aux comptes de sa conclusion. « Toutefois, pour bénéficier de ces formalités allégées, deux critères doivent être respectés. Le contrat doit porter d'une part sur des opérations courantes, et d'autre part sur des opérations conduites à des conditions normales. Or l'interprétation de ces termes n'est pas évidente ».

C'est principalement la notion d'« opération courante » qui est discutée. La question se pose en effet de savoir à quel niveau elle est appréciée. Une position de la **Compagnie nationale des commissaires aux comptes considère que les mécanismes de gestion centralisée de trésorerie**, qui ont été mis en place par de nombreuses entreprises au début des années 2000, peuvent être considérés comme une **pratique courante**. Cette analyse a également été retenue, par la suite, par une décision de la cour d'appel de Versailles en 2002. Toutefois, elle ne fait pas l'unanimité. « Dans un arrêt qui ne portait pas sur un dispositif de cash pooling, mais sur un autre type de convention réglementée, la Cour de cassation a estimé que le caractère courant d'une opération ne devait pas être apprécié de façon générale, mais à l'échelle de l'entreprise. Autrement dit, le contrat s'applique-t-il ou non à une pratique déjà en usage ? » Les entreprises qui n'auraient pas suivi la procédure d'autorisation classique, du moins lors de la première mise en place de leur cash pooling, pourraient donc se voir attaquées, par exemple, par un actionnaire minoritaire. Pour certains juristes, il est donc préférable de sécuriser le dispositif en ne recourant à la procédure alléguée que pour le renouvellement des contrats. Si elle pose moins de problèmes d'interprétation, la deuxième condition – respecter des conditions normales – doit également être respectée scrupuleusement. Ainsi, **le service rendu par la société mère ou la société centralisant la trésorerie doit faire l'objet d'une rémunération, par une commission ou par un intérêt, qui doit être contrôlée par les commissaires aux comptes**. Certes, il peut être difficile d'établir le juste prix de cette prestation, mais dans la pratique, on considère qu'il peut être légèrement inférieur à ceux pratiqués par une banque.

Source : *Convention de trésorerie : un régime juridique encore instable*, Option Finance, n° 1213, mars 2013.

3.2.2. Le risque d'abus de biens sociaux et d'abus de majorité

Le délit d'abus de biens sociaux est défini par les articles 425-4°, 437-3° et 478 de la loi du 24 juillet 1966. Il s'applique aux **dirigeants de mauvaise foi** qui font un **usage contraire aux intérêts de la société** des pouvoirs qui leur sont conférés, soit à des fins personnelles, soit **pour favoriser une autre société**. Ce dernier point semble pouvoir concerner les opérations de trésorerie de groupe. Cependant, la jurisprudence prend en considération l'intérêt du groupe au-delà de chacune des sociétés (cf. encadré 6.11 précisant les conditions).

Les avances consenties dans le cadre d'une convention de cash pooling peuvent être qualifiées (ou non) de faits délictueux au vu des éléments suivants (c. com. art. L. 242-6-3°) :

- l'absence de rémunération des avances qui peut être constitutive d'un abus de biens sociaux ainsi que d'un abus de pouvoirs, particulièrement si la société consentant les avances supporte de son côté des frais financiers (cass. crim. 10 juillet 1995 ; CNCC, bull. 101, mars 1996, p. 103) ;
- au regard de la jurisprudence, même en cas d'approbation des avances par les organes délibérants, un abus de biens sociaux et de pouvoirs peut être constitué par la réunion de trois éléments, à savoir une décision non motivée par un intérêt économique commun, une opération sans contrepartie ou rompant l'équilibre entre les engagements respectifs des sociétés du groupe et, enfin, une opération excédant les possibilités financières des sociétés qui en assument la charge (CNCC, bull. 64, décembre 1986, p. 391 et bull. 65, mars 1987, p. 64).

Une condition de validité des opérations de trésorerie entre sociétés d'un même groupe tient à l'**absence d'abus de majorité** que pourraient invoquer les minoritaires d'une filiale à qui l'on imposerait des remontées de trésorerie vers sa société mère.

L'appréciation d'un tel abus étant délicate, la jurisprudence s'attache à vérifier qu'une contrepartie sociale (basée sur des rapports économiques entretenus par les sociétés impliquées) existe et légitime l'opération de trésorerie (par exemple, des prêts consentis par des filiales à leur société mère). Pour cela, elle ne considère pas isolément les prêts incriminés et tend à prendre en considération l'intérêt du groupe, en étudiant notamment l'ensemble des relations nouées entre les sociétés, emprunteuses et prêteuses. Ainsi, pour apprécier si les intérêts de ces dernières ont été sauvegardés, les **opérations** de trésorerie sont **analysées**, non pas isolément, mais **dans leur ensemble et dans leur succession**.

Un problème spécifique se pose en cas d'interposition de personne, c'est-à-dire lorsque le prêt consenti par la société prêteuse à une entreprise détenue en partie et indirectement par ses mandataires sociaux, bénéficie en fait indirectement à ceux-ci. L'interposition de personne ne se présume pas. Elle doit

être démontrée. Pour cela, il est nécessaire d'établir la preuve que le bénéficiaire « officiel » de l'opération n'est qu'un bénéficiaire apparent qui s'interpose entre la société et l'une des personnes visées par l'interdiction légale, bénéficiaire final de l'opération. Ainsi, dès lors que les administrateurs d'une SA ne profitent pas du découvert en compte courant consenti à une société civile, on ne peut pas dire que ce découvert ait été accordé au profit des administrateurs. Il ne s'agit donc pas d'un emprunt par personne interposée.

ENCADRE 6.11

Quand des opérations de trésorerie ne constituent-elles pas des abus de biens sociaux ?

Des opérations financières ne constituent pas un abus de bien sociaux ou un abus de confiance dès lors qu'elles sont réalisées entre sociétés appartenant à un même groupe, et répondent elles-mêmes à certaines conditions. C'est ce qui ressort de trois arrêts récents de la Cour de cassation. Dans les espèces jugées, des dirigeants poursuivis pour abus de confiance ou de biens sociaux pour des opérations financières entre sociétés affirmaient, notamment, au soutien de leur défense, que les sociétés appartenant à un groupe, ils n'encourraient pas de responsabilité pénale de ce chef.

L'apport de ces arrêts est d'abord de développer la notion de groupe définie par l'arrêt Rozenblum. Ainsi :

- seul un ensemble économique cohérent, c'est-à-dire gouverné par une stratégie commune concertée, définie préalablement et transparente, ou tendant à un objectif de dispersion ou de partage des risques, peut constituer un groupe ;
- un ensemble de sociétés ne saurait être reconnu en tant que groupe économique cohérent lorsque des flux financiers n'ont pour seule finalité que de dissimuler la situation financière dégradée d'une société ;
- des liens reposant sur des jeux d'écriture comptable et circonstanciels ne peuvent justifier l'existence d'un groupe. Ces arrêts précisent également les caractéristiques que doivent revêtir les opérations financières. Ainsi :
- des opérations isolées effectuées au gré des circonstances et ne s'appuyant pas sur un plan d'ensemble ne peuvent être considérées comme menées dans l'intérêt du groupe ;
- une opération ne doit pas être dépourvue de contrepartie réelle et être purement fictive, pas plus qu'elle ne peut rompre l'équilibre entre les engagements respectifs, ce qui suppose qu'elle n'exécède pas les capacités financières de la société qui en supporte la charge.

La qualification d'abus de biens sociaux sera évitée si les sacrifices demandés ne font pas supporter à la société qui s'engage la charge de risques trop importants, sans contrepartie suffisante ou hors de proportion avec ses possibilités réelles, permettant de prévoir, au moment de la décision, des difficultés graves pour l'avenir.

Source : « Opérations financières intragroupes : rappel du régime juridique et jurisprudence récente », Option Finance, n°1264, avril 2014.

3.2.3. Le risque d'extension du redressement ou de la liquidation judiciaire

L'extension d'une procédure collective à plusieurs sociétés d'un même groupe est généralement **due à leur imbrication économique et financière**. Il en est ainsi chaque fois que les mouvements de fonds révèlent l'existence d'un patrimoine de fait unique composé des différents patrimoines des sociétés constituant le groupe²⁸, ou lorsque les dirigeants ont sciemment géré le groupe comme une seule société avec un patrimoine unique mobilisable à leur guise.

Pour éviter le risque d'une confusion des patrimoines, il est nécessaire de **privilégier** une organisation au travers de laquelle apparaît le **caractère contractuel de la collaboration** entre les entreprises, plutôt que de mettre en avant la véritable unité de fait susceptible de créer à l'extrême un débiteur unique qui conduirait à une extension de la procédure collective. Ce risque demeurera faible dans la mesure où les activités propres de chacune des sociétés sont et demeurent bien distinctes et que leurs comptes sont bien tenus et de façon indépendante, d'où la nécessité d'une grande rigueur dans la gestion comptable des unités du groupe.

Il nous reste à présenter le sort fiscal des opérations de trésorerie dans les groupes.

3.3. Les opérations de trésorerie et le droit fiscal²⁹

Au regard de la réglementation fiscale, deux écueils doivent être évités. Premièrement, une rémunération trop forte par rapport aux règles générales de la déductibilité des intérêts. Deuxièmement, une rémunération insuffisante qui serait considérée comme un acte anormal de gestion et entraînerait une réintégration des intérêts non pratiqués.

3.3.1. Les conditions de déductibilité des intérêts

Trois **conditions** sont requises pour bénéficier de l'intégralité de la **déductibilité** :

- le capital doit être entièrement libéré (Code général des impôts, article 39.1.3°) ;
- la rémunération ne doit pas excéder le taux maximal fixé annuellement par le Code général des impôts (article 39-1-3°). Depuis le 1^{er} janvier 1988, ce taux correspond à 100 % de la moyenne annuelle

28. De nombreuses références jurisprudentielles attestent l'acuité de ce risque. Cf. *Lamy Sociétés Commerciales*, n°2531, 2014.

29. Le lecteur désireux de parfaire ses connaissances peut se reporter à l'ouvrage de M. Cozian et F. Deboissy, *Précis de fiscalité des entreprises 2014-2015*, Paris, Litec, 2014 ainsi que le *Lamy Sociétés commerciales*, n°2426, 2014 et *Lamy Optimisation fiscale de l'entreprise*, 2014.

des taux de rendement brut à l'émission des obligations des sociétés privées. Cette norme pose problème dans la mesure où le taux : (1) n'est connu qu'*a posteriori*, après un certain délai ; (2) à une représentativité aujourd'hui limitée, compte tenu du nombre réduit d'émissions d'obligations par les sociétés privées ; (3) peut être inférieur aux taux pratiqués pour les opérations de trésorerie en cas d'inversion de la courbe des taux ;

- les avances ne peuvent pas excéder une fois et demie le montant du capital social (CGI, art. 212).

Ces conditions de déductibilité des intérêts **ne s'appliquent que s'il existe des liens directs en capital**. Est donc concernée la déductibilité des intérêts créditeurs provenant d'opérations entre la mère et ses filiales. En l'absence de tels liens, aucune limitation n'est imposée sauf acte de gestion jugé anormal. Ainsi ne sont soumises à ces limitations ni les avances entre sociétés sœurs, ni les avances d'une filiale ou sous-filiale à sa société mère, ni les avances d'une société mère à sa sous-filiale.

De plus, la limitation des avances à une fois et demie le capital ne s'applique pas lorsque la société prêteuse est la société mère de la société emprunteuse. Cette qualité suppose notamment un pourcentage minimal de participation de 5 % (article 145 du CGI). Des aménagements ont eu lieu depuis la loi de finance de 2006 puis 2014 (cf. encadré 6.12).

ENCADRÉ 6.12

Aménagement de la déductibilité des intérêts par les lois de finance de 2006 et 2014

À compter des exercices ouverts depuis le 1^{er} janvier 2007, et aux fins de lutter contre la sous-capitalisation des sociétés, la loi de finances pour 2006 (art. 113) a aménagé le régime de **déductibilité des intérêts versés** à des sociétés du même groupe économique.

Sont visées les entreprises liées, c'est-à-dire celles dont l'une détient directement ou indirectement la majorité du capital de l'autre ou y exerce en fait le pouvoir de décision ainsi que les entreprises placées l'une et l'autre, directement ou indirectement, en droit ou en fait, sous le contrôle d'une même entreprise tierce.

En premier lieu, ces **intérêts** ne sont déductibles que dans la **limite du montant des intérêts calculés sur le taux moyen annuel de référence commun à toutes les sociétés**. Toutefois, l'entreprise est fondée à se prévaloir d'un **taux supérieur si elle prouve que ce taux correspond à celui qu'elle aurait obtenu d'organismes financiers indépendants dans des conditions analogues**.

En second lieu, la **déductibilité** du montant des **intérêts** ainsi déterminés est ensuite limitée lorsque ce montant excède simultanément :

- le produit des **intérêts** déductibles par le rapport d'une fois et demie les capitaux propres de l'entreprise et le montant moyen des sommes laissées ou mises à disposition par l'ensemble des entreprises liées au cours de l'exercice ;
- **25 % du résultat courant avant impôt majoré**, notamment, des **intérêts** déductibles et des amortissements ;
- les montants des **intérêts** servis à l'entreprise par des **sociétés liées**.

En pareil cas, la fraction des **intérêts** excédant la plus élevée des trois **limites** ci-dessus doit, pour la partie égale ou supérieure à **150 000 euros**, être **réintégrée fiscalement**. Cependant, la portion des **intérêts** ainsi réintégrée pourra être déduite au titre d'exercices ultérieurs (selon le report en avant illimité des déficits), après application d'une **décote de 5 %** à compter du **deuxième exercice** et sous réserve que le montant maximal des **intérêts** admis en déduction au titre de ces exercices le permette.

Les trois **limites** ne s'appliquent cependant pas si l'entreprise prouve que le **ratio d'endettement du groupe** (ensemble des entreprises françaises ou/et étrangères situées sous le contrôle d'une même personne morale) auquel elle appartient est supérieur ou égal à son propre ratio d'endettement.

Les dispositions afférentes aux limitations du montant des **intérêts** déductibles ne s'appliquent pas aux **intérêts** dus à raison des sommes ayant servi à financer les opérations de financement réalisées dans le cadre d'une **convention de gestion centralisée de la trésorerie d'un groupe** par l'entreprise chargée de cette gestion centralisée. Sont donc exclues les filiales faisant office de centrales de trésorerie, dont l'activité consiste à centraliser les excédents de trésorerie du groupe et à redistribuer ou négocier les emprunts intragroupes, en vue d'optimiser la gestion financière de la structure. Ces filiales, qui peuvent être la holding du groupe ou une société financière dédiées à ce type de gestion, ne sont en effet pas réellement bénéficiaires des avances qu'elles reçoivent et sont par nature soumise à un endettement élevé ;

L'article 22 de la **loi de finances pour 2014** (L. fin. 2014, n° 2013-1278, 29 déc. 2013, art. 22) introduit une **limite** supplémentaire à la **déductibilité** des **intérêts versés** entre entreprises liées, **pour les exercices clos à compter du 25 septembre 2013**.

Les **intérêts** sont déductibles sous réserve que l'entreprise débitrice démontre, à la demande de l'Administration, que l'entreprise qui a mis les sommes à sa disposition est, au titre de l'exercice en cours, assujettie à raison de ces mêmes **intérêts** à un impôt sur le revenu ou sur les bénéfices dont le montant est au moins égal au quart de l'impôt sur les bénéfices déterminé dans les conditions de droit commun.

Dans l'hypothèse où l'entreprise prêteuse est domiciliée ou établie à l'étranger, l'impôt sur les bénéfices déterminé dans les conditions de droit commun s'entend de celui dont elle aurait été redevable en France sur les **intérêts** perçus si elle y avait été domiciliée ou établie.

Source : *Lamy Droit du financement*, n°2426, 2014 et *Lamy Optimisation fiscale de l'entreprise*, n°501-31, 2014.

3.3.2. L'acte anormal de gestion

Le **résultat imposable de la société prêteuse** peut être **remis en cause** s'il est estimé que la **rémunération perçue** est **insuffisante**. Si l'acte anormal de gestion est avéré, l'Administration fiscale réintègre dans le bénéfice imposable de la société prêteuse la somme représentant les intérêts qu'elle aurait dû percevoir.

Le Conseil d'État apprécie le caractère normal ou anormal de cette rémunération au regard de celle que l'on pourrait obtenir d'un établissement financier, dans des conditions analogues de placement, de sommes d'un montant équivalent. Plus précisément, la jurisprudence s'attache à l'avantage auquel renonce le prêteur et non à celui dont bénéficie l'emprunteur. D'une manière générale, elle apparaît d'autant plus libérale que l'on prouve la **contrepartie chez le prêteur** et qu'existent des **liens directs en capital** entre les sociétés. Le caractère normal ou anormal de l'acte de gestion doit toutefois être examiné pour chaque société et non pas au niveau de l'intérêt du groupe comme en droit des sociétés. Enfin, les opérations de trésorerie ne doivent pas bénéficier aux dirigeants ni à des tiers.

C'est à l'Administration d'établir que l'entreprise a renoncé à percevoir des sommes qui lui étaient dues. Dans le cas où cette preuve est apportée, c'est à l'entreprise de justifier que l'avantage auquel elle a ainsi renoncé à une contrepartie et ne constitue donc pas une libéralité. Cette notion de contrepartie peut être entendue dans son sens le plus large. En effet, un intérêt commercial peut se substituer à l'intérêt strictement financier. Celui-ci se concrétise souvent par un soutien à une filiale en difficulté (abandon de créances (cf. encadré 6.13) afin qu'elle poursuive son activité de production (celle-ci étant commercialisée par une autre société du groupe), ou par des relations client/fournisseur privilégiées justifiant une pratique de prix préférentiels.

ENCADRÉ 6.13

Un exemple de soutien abusif

L'utilisation faite de la trésorerie doit répondre à des critères de bonne gestion. « Un groupe qui utiliserait cette ressource, de court terme par nature, pour financer des investissements de long terme pourrait se le voir reprocher. Dans le cadre de cash pooling multidevises, les risques de taux et de changes doivent être précisément évalués et correctement couverts ». Enfin, la trésorerie d'une société saine ne doit pas être utilisée pour financer de façon répétée une société déficitaire. « Si l'entité bénéficiaire de ces ressources venait à déposer le bilan malgré un soutien constant qui s'arrêterait du fait d'un changement de politique du groupe, la responsabilité de la société mère pourrait éventuellement être recherchée pour **soutien abusif** ».

Source : *Convention de trésorerie : un régime juridique encore instable*, Option Finance, n° 1213, mars 2013.

Si le groupe a opté pour l'**intégration fiscale**³⁰, le **risque de réintégration** est pratiquement **éliminé**, l'absence de frais financiers entre les différentes sociétés fiscalement intégrées n'étant plus alors sanctionnable, sauf en cas de sortie anticipée du groupe avant un délai de 5 ans.

Dans le cas particulier des **prêts à taux zéro** ou avances sans intérêts, l'Administration fiscale recherche toute forme de transfert de bénéfices. Deux notions font l'objet de la plus grande attention : les liens juridiques entre prêteurs et emprunteurs (directs ou indirects) et l'intérêt commercial ou financier du prêteur (il doit exister une contrepartie). La jurisprudence a longtemps admis comme normales les avances sans intérêts lorsque le bénéficiaire est une filiale, si l'entreprise est en difficulté ou commercialise les produits de la société mère. Elle les autorise aussi dans l'hypothèse où la société mère bénéficiaire est une filiale en puissance. Toutefois, selon un arrêt rendu en 1995³¹, il est nécessaire que le bénéficiaire de l'avance ait une situation nette négative. Si tel n'est pas le cas, la société prêteuse devra réintégrer au niveau de son bénéficiaire les intérêts non facturés.

3.3.3. Impact de la TVA sur les opérations de trésorerie

Conformément à l'article 261-C.1° du Code général des impôts, ces **opérations** de trésorerie, comme la plupart des opérations financières, sont **exonérées** de la TVA. Par conséquent, elles peuvent interférer sur les possibilités de récupération en **modifiant le prorata de TVA**.

Le prorata équivalent au pourcentage général de déduction s'obtient en rapportant les recettes afférentes à des opérations ouvrant droit à déduction à l'ensemble des recettes réalisées par l'entreprise. Lorsque le prorata est inférieur à 100 %, l'entreprise perd la faculté de déduire intégralement la TVA de ses achats en amont (la TVA devient une charge définitive). Si les produits financiers exonérés de TVA représentent moins de 5 % du chiffre d'affaires global, ils n'affecteront pas le prorata de déductibilité. Au delà de 5 %, un secteur distinct d'activité devra être alors constitué, dont le prorata sera nécessairement faible ou nul si la société n'a aucune recette taxable par ailleurs. Se pose alors le problème de récupération de la TVA supportée sur l'ensemble des charges. Aussi est-il souhaitable que les sociétés *holding* dont les produits sont principalement financiers ne supportent pas de charges soumises à TVA. Dans ce contexte, le groupe est souvent conduit à créer une « société de services » ayant pour finalité d'assumer les frais généraux nécessaires au fonctionnement de la société mère, la TVA pouvant alors être déduite de celle collectée sur ses facturations internes ou externes.

30. Ce régime permet une circulation des dividendes au sein du groupe en complète exonération de l'impôt sur les sociétés.

31. Il s'agit d'un arrêt de la Cour administrative d'appel de Nantes du 24 novembre 1995 qui a assimilé fiscalement les avances sans intérêts à des abandons de créances. Cf. *Option Finance*, n° 370, septembre 1995.

Pour conclure cette section, mentionnons l'existence de **contraintes** spécifiques **subies par les groupes français** ayant des **filiales à l'étranger**, et qui tiennent aux législations des différents pays dans lesquels ces groupes sont impliqués. Bien qu'il soit pratiquement impossible d'être exhaustif en la matière, les différents points à éclaircir concernent notamment :

- la réglementation bancaire : la législation locale prévoit-elle un monopole bancaire sur les activités de prêts, de change et de vente d'instruments financiers ; quels sont la nature et le mode de calcul des réserves obligatoires, ratios de division des risques et assimilés... ;
- l'existence d'un contrôle des changes ;
- les obligations déclaratives (modalités, seuils...) ;
- le droit des sociétés (dispositions spécifiques...) ;
- la réglementation fiscale (retenues à la source sur les intérêts versés... cf. encadré 6.14).

ENCADRÉ 6.14

Évolution de la réglementation fiscale concernant les retenues à la source

Les contraintes fiscales liées aux opérations de centralisation de trésorerie doivent également être prises en compte par le groupe. Il convient, si possible, de se placer lors de la mise en place de la centralisation de trésorerie, dans un pays prévoyant une exonération de retenue à la source en droit interne, du fait de l'importance que peuvent revêtir celles-ci et du traitement administratif qu'elles peuvent générer sur le plan de la gestion des récupérations (utilisation des imprimés fiscaux).

Pour les sociétés françaises, des mesures dérogatoires ont été prises.

Cette instruction (applicable aux intérêts payés à compter du 1^{er} janvier 1999) prévoit un régime fiscal favorable lorsque les conditions suivantes sont remplies : 1) la centrale de trésorerie – c'est-à-dire la structure chargée de la centralisation des flux de trésorerie d'un groupe de sociétés – est établie en France sous la forme d'une société ou d'une succursale ; 2) la centrale de trésorerie ainsi que les sociétés participant à l'opération de centralisation font partie d'un même groupe au sens de l'article L. 511-7, 3^e, du code monétaire et financier, et sont implantées dans au moins trois États différents (dont la France) ; 3) l'ensemble de ces sociétés est lié par un accord contractuel relatif à l'opération de centralisation qui a été déclaré à l'administration fiscale dont dépendent les sociétés participantes françaises du groupe dans le mois qui suit la signature de l'accord.

Ce régime favorable prévoit que, sous réserve du respect des conditions énoncées ci-dessus, de la conformité de la centralisation de trésorerie au droit des sociétés et de son caractère « normal » sur le plan fiscal, les intérêts payés hors de France par les centrales de trésorerie sont exonérés de retenue à la source (application de l'article 131 quater du code général des impôts aux centrales de trésorerie).

À l'origine, ce régime prévoyait également que les opérations réalisées dans le cadre des centrales de trésorerie n'étaient plus soumises aux dispositions de l'article 39-1-3° du code général des impôts qui prévoit la limitation de la déduction des intérêts servis aux associés sur leurs comptes courants.

Cet avantage a toutefois été remis en cause par la Commission européenne en décembre 2002, au motif qu'il constituait une aide d'État incompatible avec le marché commun. Il ne bénéficiait en effet qu'aux seules filiales installées en France opérant dans le cadre d'une telle centralisation de trésorerie, en leur permettant de déduire de leur résultat imposable en France l'intégralité des intérêts reversés aux autres sociétés en rémunération de leurs comptes courants d'associés. Or, les règles sur les aides d'État n'autorisent pas de telles réductions sélectives de la charge fiscale. La France a donc supprimé cet avantage pour les intérêts versés à compter du 1^{er} janvier 2003, par une instruction du 28 février 2003, publiée au Bulletin officiel des impôts (*Instr. DGI 28 févr. 2003, BOI 4 C-2-03*). Compte tenu de la complexité du problème, la Commission européenne a admis qu'il n'y ait pas de restitution pour les intérêts versés avant cette date.

Source : Lamy Droit du financement, n°2546, 2014.

Résumé

1. Les évolutions des marchés et des techniques financières ont engendré un besoin spécifique de rationalisation amenant la plupart des groupes à centraliser leurs fonctions essentielles, dont la gestion de trésorerie. Une trésorerie centralisée permet en effet des gains financiers significatifs provenant de l'optimisation de la gestion des crédits (conduisant à une réduction du niveau global des concours bancaires) et des placements, de la standardisation et de l'obtention de conditions bancaires favorables, ainsi que d'une couverture des risques plus efficace.
2. Sa mise en œuvre nécessite toutefois une réflexion préalable concernant le niveau de centralisation de la trésorerie dans le groupe, le choix d'un organe central de trésorerie, l'organisation des filiales et de leurs rapports avec le trésorier-groupe. Ces options organisationnelles sont vitales puisqu'elles dicteront leurs propres contraintes techniques et humaines. Quel qu'il soit, l'équilibre retenu devra favoriser la collaboration entre la maison mère et ses filiales, le dynamisme et l'implication des hommes et des structures aux objectifs du groupe ainsi que l'anticipation et/ou la réaction rapide à l'évolution de l'environnement.
3. Le niveau de centralisation de la trésorerie dans un groupe ne se décide pas sans tenir compte de multiples contraintes d'ordre juridique et fiscal. Les opérations de trésorerie effectuées entre les sociétés du groupe doivent être conformes à la loi bancaire ainsi qu'au droit des sociétés, ce dernier définissant strictement : les conditions de validité des conventions de trésorerie entre ces sociétés ; le risque de confusion des patrimoines (qui peut entraîner, le cas échéant, une extension du redressement ou de la liquidation judiciaire) ; le risque d'abus de majorité ; ainsi que le risque d'abus de biens sociaux pour les dirigeants. Sur le plan fiscal, le risque concerne essentiellement, dans le cadre des opérations de prêts/emprunts entre sociétés du groupe : la contestation de la déductibilité d'intérêts facturés trop élevés ; la réintégration dans le résultat imposable du prêteur de frais financiers lorsque le taux d'intérêt facturé est jugé trop faible.

Lexique des principales abréviations

ADEF	Agence d'évaluation financière
AFTE	Association française des trésoriers d'entreprises
AFB	Association française des banques
ASP	Application service provider
BFR	Besoin en fonds de roulement
BIC	Bank Identifier Code
BIFS	Bon des institutions financières spécialisées
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BOR	Billet à ordre relevé
BSF	Bon des sociétés financières
BT	Billet de trésorerie
BTf	Bon du Trésor à taux fixe
CMCC	Crédit de mobilisation des créances commerciales
COFACE	Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur
CORE	Compensation REtail
CPFDD	Commission de plus fort découvert
CDC	Caisse des Dépôts et Consignations
CDN	Certificat de dépôt négociable
EBICS	Electronic banking internet communication standard

EENE	Effets escomptés non échus
EONIA	Euro overnight interest average
ETE	Excédent de trésorerie d'exploitation
EURIBOR	Euro interbank offered rate
FCP	Fonds commun de placement
FR	Fonds de roulement
IBAN	International Bank Account Number
LCR	Lettre de change relevé
MATIF	Marché à terme international de France
MCE	Mobilisation de créances à l'exportation
MOF	Multiple option facilities
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif des valeurs mobilières
RIB	Relevé d'identité bancaire
SAAS	Software as a service
SEPA	Single euro payments area
SICAV	Société d'investissement à capital variable
TAG	Taux annuel glissant
TAM	Taux annuel monétaire
TBB	Taux de base bancaire
TCN	Titre de créances négociables
TEC 10	Taux de l'échéance constante à 10 ans
TEP	Titre électronique de paiement
THB	Taux hebdomadaire des bons du Trésor à 13 semaines
THE	Taux hebdomadaire des emprunts d'État à long terme
THO	Taux hebdomadaire des émissions obligataires à taux fixe
TMB	Taux moyen mensuel des bons du Trésor
TME	Taux moyen des emprunts d'État à long terme
TMM	Taux moyen mensuel du marché monétaire
TMO	Taux moyen des émissions obligataires à taux fixe
TMP	Taux de l'argent au jour le jour
TVR	Télévirement référencé
VCOM	Virement commercial (à échéance ou mobilisable)

Bibliographie

Ouvrages généraux

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., *Principles of Corporate Finance*, The McGraw-Hill, 11^e édition, 2013.

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., *Principes de gestion financière*, adapté par C. Thibierge, N. Couderc, J. Héricourt, Pearson, 8^e édition, 2006.

Charreaux G., *Finance d'entreprise*, Cormelles-le-Royal, EMS, 3^e édition, 2014.

Charreaux G., DECF épreuve n° 4, *Gestion financière*, Litec, 6^e édition, 2000.

Vernimmen P., *Finance d'entreprise*, Paris, Dalloz, 13^e édition, 2015.

Ouvrages plus spécialisés

Bellier-Delienne A., Khath S., *Gestion de trésorerie*, Economica, coll. « Techniques de Gestion », 3^e édition, 2012.

Cozian M., Deboissy F., *Précis de fiscalité des entreprises 2014-2015*, Paris, LexisNexis, 38^e édition, 2014.

Devez J. et al., *Lamy Droit du financement*, Wolters Kluwer, 2014.

Hull J., *Options, futures et autres actifs dérivés*, ed. française dirigée par P. Roger avec C. Henot, L. Deville, 9^e édition, 2014.

La Bruslerie H. (de), Eliez C., *Trésorerie d'entreprise : gestion des liquidités et des risques*, Paris, Dalloz, coll. « Gestion », 3^e édition, 2012.

Lefebvre F., *Gestion de trésorerie*, éditions Francis Lefebvre, 1996.

Mpindi Ildo D., *Lamy Sociétés commerciales*, Wolters Kluwer, 2014.

Obert A., *IFRS, instruments financiers*, Editea, coll. « corporate and investment banking », 2005.

Ohana K., *Les banques de groupe en France*, PUF, coll. « Gestion », 1992.

Polak P., Klusacek I., *Centralization of Treasury Management, Business Perspectives*, 2010. 100 pages (livre téléchargeable à l'adresse suivante) <http://aei.pitt.edu/14063/>

Poloniato B., Voyenne D., *La nouvelle trésorerie d'entreprise*, Dunod, 2^e édition, 1997.

Roumilhac J.-P., *Trésorerie à court terme et informatisation*, Dalloz, 4^e édition, 1992.

Rousselot P., Verdié J.-F., *Gestion de trésorerie*, Dunod, 3^e édition, 2011.

Sion M., *Gérer la trésorerie et la relation bancaire*, Dunod, 5^e édition, 2011.

Index thématique

A

- Abus de biens sociaux 205
- Abus de majorité 205
- Acte anormal de gestion 210
- Affacturation financier 79
- Arbitrage
 - entre financements 109
 - entre placements 105
- Avance
 - en compte courant 95
 - en devises à l'export 75
 - en devises à l'import 75
- Avis d'opéré 41

B

- Banque de groupe 183
- Billet de trésorerie 94
- Bon
 - à moyen terme négociable 94
 - de caisse 95
 - des inst. fin. spécialisées 94
 - des sociétés financières 94
 - du Trésor à taux fixe 94

C

- Cap 158
- Cash pooling 180
- Cash pooling notionnel 180
- Centralisation 170
- Certificat de dépôts négociable 94
- Cession temporaire de titres 78
- Change
 - à terme classique 124
 - à terme participatif 143
 - au comptant 123
- CMCC 81
- Collar 159
- Commission
 - de forfaitisation 38
 - de mouvement 37
 - d'engagement 39
 - de plus fort découvert 17
 - non-utilisation 39
- Compte pivot 71
- Conditions bancaires standards
 - sur opérations domestiques 28
- Contrat à terme
 - EURIBOR 3 mois, 153

- notionnel 154, 156
 - Contrôle
 - des commissions 42
 - des conditions bancaires 41
 - des taux d'intérêt 41
 - Convention de pool de trésorerie 202
 - Convention de trésorerie 182
 - Convention d'omnium 202
 - Conventions libres 201
 - Conventions règlementées 201
 - Cours budget, 120
 - Couverture
 - ferme 122
 - Crédit
 - consortial 77
 - de campagne 78
 - global d'exploitation 78
 - loi Dailly 86
 - relais 77
 - spot 74
 - Crédits à court terme 73
- D**
- Date
 - de valeur 26
 - d'opération 26
 - Décision d'arbitrage 14, 104
 - Décision d'arbitrage 72
 - Découvert 78
 - Dépôt à terme 92
 - Devise
 - en déport 126
 - en report 126
 - Duration 149
- E**
- Echelle d'intérêts 17
 - Équilibre financier 11
 - Erreur
 - d'équilibrage 16
 - de sous-mobilisation 18
 - de surmobilisation 18
 - Escompte
 - commercial 81
 - en compte 78
 - pour paiement anticipé 95
 - Excédent de trésorerie d'exploitation 13
- F**
- Facilité de caisse 74
 - Fiche en valeur 53
 - Floor 158
 - Fonction trésorerie 22
 - FRA 151
- G**
- Gestion
 - en déport 67
 - en report 67
- H**
- Heure de caisse 26
- I**
- Immunisation 150
- J**
- Jour
 - calendaire 26
 - ouvré 26
 - Jours de banque 34
- L**
- Loi
 - d'éclatement 62
 - de débit 65
- M**
- Marché
 - de gré à gré 153
 - organisé 153
 - MCE 81
 - Méthode ZBA 180
 - Microcouverture 119

Missions

- du trésorier 13

Mode de règlement 59

MOF 77

N

Négociation

- des taux d'intérêt 36

Net d'escompte 36

Nombres

- créiteurs 17

Normes IFRS 162

O

OPCVM 96

Opération de trésorerie 199

Option

- à barrière 140
- à la monnaie 139
- asiatique 141
- d'achat 132
- dans la monnaie 139
- de vente 130
- rétroviseur 141
- sur contrat EURIBOR 159
- sur FRA 157
- sur option 141
- sur swap 157
- tunnel 140

P

Pension livrée 97

Placements à court terme 92

Placements structurés 100

Plan

- de financement 47
- de trésorerie 49

Position de change 120

Positionnement des flux 60

Prêt en devises 96

R

Réméré financier 97

Report en bourse 95

Risque

- de contrepartie 162
- de défaut 162
- de liquidité 161
- de signature 162
- de taux d'intérêt 146

Risque de change 21

- commercial 116
- de transaction 116
- financier 117
- patrimonial 117
- stratégique 117

Risque de liquidité 21, 174

Risque de signature

- risque de contrepartie risque de défaut 21

Risque de taux d'intérêt 21

S

Sensibilité 149

Structure des taux 156

Swap

- de change 127
- de devises 127
- de taux 152

T

T4M

- taux à référence monétaire 31

TAG

- taux à référence monétaire 31

TAM

- taux à référence monétaire 31

Taux

- de base bancaire 29
- d'escompte 33
- du découvert 33
- in fine 34
- précompté 34
- révisable 35
- variable 35

- TEC 10
 - taux à référence obligatoire 32
 - Télétransmission 41
 - Termaillage 121
 - Terme contre terme 151
 - THB
 - taux à référence monétaire 31
 - THE
 - taux à référence obligatoire 32
 - THO
 - taux à référence obligatoire 32
 - Titres de créances négociables 93
 - TMB
 - taux à référence monétaire 31
 - TME
 - taux à référence obligatoire 32
 - TMM
 - taux à référence obligatoire 31
 - TMP
 - taux à référence monétaire 43
 - Trésorerie
 - courante 13
 - potentielle 13
 - zéro 14, 46
 - Trésorerie de groupe 175
- V**
- Virement d'équilibrage 71

Table des matières

Sommaire	5
Introduction	7
Chapitre 1. La trésorerie et sa gestion.....	9
1. Définitions et conceptions de la trésorerie	9
1.1. Équilibre financier et trésorerie.....	9
1.2. La trésorerie en tant que solde de flux.....	13
2. Les enjeux de la gestion de trésorerie	13
2.1. L'optimisation du niveau d'encaisse et la réduction des frais financiers.....	14
2.2. Le rôle de la fonction trésorerie et sa place dans l'organisation	20
Chapitre 2. L'environnement financier du trésorier et le contrôle des opérations bancaires	25
1. Les conditions bancaires sur les opérations de crédit et de débit.....	25
1.1. Quelques définitions.....	26
1.2. Les dates de valeur standards sur les principales opérations de débit et de crédit.....	26
2. Les taux d'intérêt.....	29
2.1. Les différents taux de référence.....	29

2.2. Quelques précisions techniques	33
2.3. La négociation des taux d'intérêt	36
3. Les commissions	37
3.1. Les commissions liées aux mouvements	37
3.2. Les autres commissions	39
4. Le contrôle des opérations bancaires	41
4.1. Le contrôle des conditions bancaires	41
4.2. Le contrôle des taux d'intérêt	41
4.3. Le contrôle des commissions	42

Chapitre 3. La trésorerie en valeur : prévision et positionnement des flux financiers

45

1. La prévision des flux financiers	46
1.1. Le plan de financement	47
1.2. Le plan de trésorerie	49
1.3. Les prévisions mensuelles	51
1.4. Les prévisions quotidiennes : la fiche en valeur	53
2. La réalisation d'une fiche en valeur	55
2.1. Les principaux moyens de paiement plus récents	56
2.2. La révolution SEPA	57
2.3. Les conséquences de la révolution SEPA : le changement de protocole de télétransmission	58
2.4. Le choix des moyens de règlement et son incidence dans la gestion de trésorerie	59
2.5. Le positionnement des flux	60
2.6. La réalisation d'une fiche en valeur	64

Chapitre 4. Les décisions et les arbitrages de placement et de financement

71

1. Les décisions de placement et de financement	73
1.1. Les financements de trésorerie	73
1.2. Les différents placements de trésorerie	92
2. La présentation des décisions d'arbitrage	104
2.1. Les arbitrages entre les placements	105

2.2. Les arbitrages entre financements	109
2.3. Les placements et financements d'appoint	112

Chapitre 5. La gestion des risques financiers115

1. La gestion du risque de change	115
1.1. L'identification du risque de change.....	116
1.2. Les techniques de gestion du risque de change	121
2. La gestion du risque de taux d'intérêt.....	146
2.1. Le risque de taux d'intérêt pour un placement ou un emprunt existant	147
2.2. Le risque de taux pour un placement ou un emprunt futur	148
2.3. La mesure du risque de taux d'intérêt.....	149
2.4. Les techniques de couverture	150
3. La gestion des risques de liquidité et de signature.....	161
3.1. Le risque de liquidité.....	161
3.2. Le risque de signature	162
4. Les normes et la gestion des risques financiers	162

Chapitre 6. La gestion de trésorerie dans les groupes167

1. Les avantages d'une gestion de trésorerie de groupe	169
1.1. L'optimisation de la gestion des crédits et des placements	169
1.2. L'obtention de conditions bancaires favorables	171
1.3. Couverture optimale des risques.....	174
2. Mise en œuvre de la gestion de trésorerie de groupe.....	175
2.1. La fonction trésorerie dans le groupe.....	175
2.2. Les contraintes d'une gestion centralisée de la trésorerie du groupe	186
2.3. Critères d'efficacité de la fonction trésorerie dans les groupes	193
3. Contraintes juridiques et fiscales d'une trésorerie de groupe	195
3.1. Les opérations de trésorerie et la loi bancaire (loi 84-46 du 24 janvier 1984) ..196	
3.2. Les opérations de trésorerie et le droit des sociétés (loi 66-537 du 24 juillet 1966)	200
3.3. Les opérations de trésorerie et le droit fiscal.....	207

Lexique des principales abréviations	215
Bibliographie	217
Ouvrages généraux	217
Ouvrages plus spécialisés	217
Index thématique	219

**Management
des organisations sportives**



De Frédéric LASSALLE

L'objectif de cet ouvrage est d'offrir une grille de compréhension permettant le pilotage de ces organisations. Il présente des cadres de réflexion utiles en fournissant aux responsables de ces structures et aux acteurs de l'univers sportif des outils stratégiques actionnables.

272 pages – 22,80 €

ISBN : 978-2-84769-708-7

**Gestion de l'innovation
2^e édition**



De Thomas LOILIER et Albéric TELLIER

Les objectifs de cet ouvrage consistent à présenter les différentes problématiques de la gestion de l'innovation. L'ouvrage apporte une vision synthétique des connaissances accumulées, présente les avancées les plus récentes et souligne les exigences, parfois contradictoires, de l'innovation.

528 pages – 39 €

ISBN : 978-2-84769-508-3

Disponibles en librairie
et sur www.editions-ems.fr



Gestion de trésorerie

2^e édition

La gestion de trésorerie compte parmi les fonctions financières qui ont subi le plus d'évolutions durant les trois dernières décennies. Cet ouvrage présente en premier **la trésorerie, sa dimension, son rôle et ses enjeux** avant d'examiner **l'environnement technique et financier du trésorier**.

A son rôle traditionnel de gestion de liquidités (adaptation des décisions de financement et de placement aux soldes de trésorerie prévisionnels), s'ajoute celui de la maîtrise des risques de change, de taux d'intérêt, de contrepartie et de signature. Les différentes techniques de couverture traditionnelles ou utilisant les instruments accessibles sur les marchés à terme ou d'options, sont illustrées au travers de **nombreux exemples**.

Enfin, la fonction de trésorier est conditionnée par les choix organisationnels de l'entreprise : niveau de décentralisation au sein des groupes, contraintes techniques, juridiques et fiscales.

Cette seconde version profondément remaniée intègre les évolutions récentes de la fonction ainsi que les aspects juridiques préoccupant les trésoriers depuis quelques années (environnement SEPA, évolution des moyens de règlements, incidence des normes IFRS, mise en place des ERP, arrêt de la cour de Cassation concernant les conditions de valeur...).

Ce manuel s'adresse à tous les étudiants de formation généraliste ou non en économie, gestion et administration (master « Finance », « Management Administratif et Financier », « Comptabilité, contrôle, audit », écoles de commerce, sciences économiques, AES...) de même qu'aux enseignants et praticiens désirant acquérir rapidement **l'essentiel des techniques utilisables** dans le cadre de cette fonction.

Professeur agrégé des Facultés en Sciences de Gestion, **Philippe DESBRIÈRES** enseigne à l'Université de Bourgogne. Il a créé et dirigé durant plus de 20 ans le Master Finance de l'IAE Dijon. Il est membre du CREGO (Centre de Recherche en Gestion des Organisations – EA 7317) au sein duquel il anime l'axe « gouvernance des organisations ». Philippe Desbrières est par ailleurs auteur de nombreux articles et ouvrages en gestion et théories financières.

Professeur des Universités en Sciences de Gestion, à l'Université de Franche-Comté, **Evelyne POINCELOT** enseigne notamment la gestion de trésorerie à l'IAE de Besançon et de Dijon, ainsi qu'à distance dans la filière gestion qu'elle dirige au Centre de Télé-enseignement Universitaire de l'Université de Franche-Comté. Elle a publié plusieurs articles en gestion et théories financières. Evelyne Poincelot est membre et directrice adjointe du CREGO (Centre de Recherche en Gestion des Organisations – EA 7317).