

Le financement est-il globalement équilibré ?

On retient principalement trois grandes explications du risque d'illiquidité d'une entreprise. Les difficultés d'une entreprise à honorer ses engagements financiers vis-à-vis de son personnel, de ses créanciers, de l'état tiennent principalement à :

- ▶ Une insuffisance de la rentabilité de cette entreprise. Elle réduit sa capacité à secréter des flux financiers et accroît le poids de l'endettement ;
- ▶ Un manque de flexibilité lors des périodes de variation d'activité. L'entreprise, surtout si elle doit supporter des frais fixes importants ou si elle est fortement dépendante d'un client, se trouve en situation délicate en cas de retournement de conjoncture ou de ralentissement de l'activité avec ce dernier ;
- ▶ La fragilité de la structure financière due à une insuffisance des capitaux propres ou à une augmentation des besoins financiers liée à une croissance non maîtrisée.

Cette dernière cause nous invite à envisager l'équilibre du financement de l'entreprise, les deux premières causes ayant été abordées lors de l'analyse de la rentabilité.

La structure financière d'une entreprise est la résultante de contraintes économiques (les natures de l'offre et de la demande ainsi que l'intensité concurrentielle sur les domaines d'activités), de contraintes techniques (nécessités technologiques liées à la nature de l'activité) et des choix stratégiques explicites ou implicites de l'entreprise (choix d'un mode de développement, degré d'intégration, degré d'externalisation...).

L'appréciation de la structure financière d'une entreprise repose très largement sur l'examen des règles mises en place par les créanciers, en particulier les établissements de crédit. Elles sont, bien évidemment, variables dans le temps et fonction des établissements. Toutefois, il est possible de dégager des caractéristiques communes, en gardant à l'esprit que le recours à l'endettement s'inscrit dans le cadre de relations commerciales avec les banques et, à ce titre, fait l'objet de négociations. Dès lors, les normes doivent être lues comme des pratiques habituelles et, en aucun cas, comme des règles intangibles.

Les normes bancaires sont largement inspirées de la Finance classique et se traduisent en matière d'endettement par le respect de "règles d'or" du financement rappelées par Jacques Richard¹:

1^{re} règle: "Les actifs stables, qu'ils soient acycliques ou cycliques ne doivent pas, en principe, être financés par des dettes à court terme ou de trésorerie".

2^e règle: "Le financement des actifs stables par endettement à long et moyen terme est "toléré" à condition qu'il ne représente pas plus de 50% des capitaux permanents et qu'il puisse être progressivement remboursé grâce à l'autofinancement".

3^e règle: La prise en compte du crédit fournisseur comme mode de financement conduit à considérer la règle des trois tiers: les crédits fournisseurs ne doivent pas dépasser le tiers du total de l'actif stable et les deux autres tiers sont financés pour moitié par des capitaux propres (au minimum) et pour moitié par des dettes à long terme (au minimum).

4^e règle: Pour conserver son indépendance, l'entreprise doit dégager un EBE lui permettant de couvrir le paiement des charges financières, le remboursement des annuités d'emprunts, le paiement de l'impôt sur les résultats, le paiement des dividendes requis, le maintien des actifs existants, le financement de l'accroissement du BFR et le financement des investissements de développement.

Ces règles, dont la traduction opérationnelle prend des formes légèrement différentes selon les établissements de crédits, débouchent sur des normes qui s'expriment à travers des ratios. Ces derniers s'organisent globalement autour de trois thématiques:

- ▶ Le niveau de l'endettement, qui débouche sur des analyses de l'indépendance financière de l'entreprise;
- ▶ La structure interne de l'endettement;
- ▶ Le poids de l'endettement.

¹ J. Richard, *Analyse financière et audit des performances*, La Villeguerin Éditions, 1993.

Niveau de l'endettement

Le premier ratio rapporte l'endettement total de l'entreprise au total du bilan. L'endettement total regroupe toutes les dettes de l'entreprise envers des tiers y compris les effets escomptés non échus et les engagements de crédit-bail. Ce ratio traduit le degré d'indépendance financière de l'entreprise vis-à-vis des tiers. Il permet également d'apprécier la probabilité de remboursement des créanciers en cas de liquidation de l'entreprise.

$$\text{Ratio d'indépendance financière} = \frac{\text{Endettement total}}{\text{Total du bilan}}$$

Les données à prendre en compte sont les suivantes :

- ▶ Endettement total ▶ (EC - EB) + YS + YR + YQ
- ▶ Total du bilan ▶ EE + YS + YR + YQ

Une première variante de ce ratio consiste à rapporter l'endettement total au montant des capitaux propres. Il prend le nom de ratio d'autonomie financière lorsqu'il se présente sous la forme capitaux propres/endettement total. Les renseignements apportés par ces ratios sont strictement identiques. Ils expriment une règle de prudence pour les banques qui, en cas de faillite de l'entreprise, seront remboursées sur ces ressources propres.

Une deuxième variante de ce ratio rapporte les fonds propres aux dettes financières à terme. Pour ce type de ratio, les fonds propres intègrent les capitaux propres, les provisions pour risques et charges et les autres fonds propres. Les dettes financières à terme reprennent le montant de l'en-cours d'endettement à plus d'un an y compris les engagements de crédit-bail.

Le calcul des fonds propres s'effectue à partir de la page 2 de la liasse en additionnant les lignes DL, DO et DR. Le calcul des dettes financières à terme reprend l'ensemble des dettes financières ligne DS + DT + DU + DV, desquelles on retranche la fraction à moins d'un an EH. Les engagements de crédit-bail sont également intégrés YQ + YR.

Ce dernier ratio est généralement normé à 100 %. *A priori*, il est stable d'un exercice à l'autre. Une variation brutale peut traduire plusieurs phénomènes : la consolidation en prêts longs d'engagements jusqu'à présent à court terme, une diminution des fonds propres du fait d'enregistrement de pertes conséquentes, ou au contraire une augmentation en raison de bénéfices importants, et enfin un remboursement des dettes financières à long terme.

Type de ratio (en %)	1999	2000	2001
Indépendance financière	89,31	87,93	87,17
Autonomie financière (capitaux propres / endettement total)	11,97	13,73	14,73
Autonomie financière (fonds propres / dettes financières à terme)	50,89	59,33	66,90

L'ENTREPRISE EST-ELLE SOLVABLE ?

La situation de l'entreprise CIPA est délicate du point de vue du niveau de l'endettement. On retrouve la faiblesse des capitaux propres, dont une partie de l'explication tient à la stratégie du dirigeant. La très légère amélioration observée sur les ratios d'autonomie financière ne suffit pas à rétablir une situation largement au-delà des seuils communément admis pour apprécier l'endettement de l'entreprise. La CIPA apparaît trop largement dépendante de ses créanciers.

On peut approfondir le risque de dépendance de l'entreprise vis-à-vis de ses banquiers en mesurant l'importance de l'endettement financier dans le total du bilan : il s'agit du taux d'endettement. Selon les normes bancaires en vigueur, celui-ci ne doit pas représenter plus du tiers du total du bilan.

L'endettement financier comprend l'ensemble des dettes financières de l'entreprise y compris les effets escomptés non échus et les engagements de crédit-bail.

Pour la CIPA, on trouve :

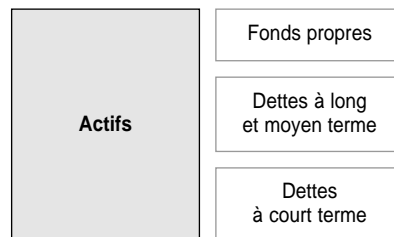
En K€	1999	2000	2001
Endettement financier (y compris EENE et engagements de crédit-bail)	2385	2007	2048
Total du bilan (y compris les EENE et engagements de crédit-bail)	5858	5550	5227
Taux d'endettement en %	40,71	36,16	39,18

Après une légère amélioration en 2000, le taux d'endettement financier retrouve en 2001 un niveau proche de 1999. Celui-ci est trop élevé selon les normes en vigueur et souligne le degré de dépendance de cette entreprise à l'égard de ces créanciers financiers (les banques dans le cas de la CIPA).

Structure interne de l'endettement

L'analyse de la composition de l'endettement apporte un éclairage complémentaire. La décomposition endettement à long terme et endettement à court terme débouche sur une appréciation de la stabilité de l'endettement et sur la capacité de l'entreprise à négocier avec ses créanciers financiers, principalement les banquiers.

La stabilité du financement repose sur sa décomposition selon le schéma ci-contre.



Le financement stable s'apprécie à partir du ratio :

(Fonds propres + Dettes à LMT)

Total du bilan

Pour la CIPA, cela donne :

En K€	1999	2000	2001
Fonds propres	626	670	671
Dettes à LMT (y compris les engagements de crédit-bail)	1 231	1 129	1 003
Total du bilan (y compris les EENE et engagements de crédit-bail)	5 858	5 550	5 227
Part du financement stable en %	31,70	32,41	32,03

La part du financement stable est faible tout au long de la période - un niveau d'un tiers est souvent considéré comme un minimum - ce qui fragilise la position de l'entreprise vis-à-vis de ses crédateurs.

La part des crédits bancaires courants dans l'endettement fournit des indications précieuses sur la vulnérabilité de l'entreprise. Par définition, les concours bancaires courants sont précaires: le recours massif et récurrent à ce type de financement place l'entreprise dans une situation délicate.

Le ratio suivant, proposé par la Banque de France, mesure cette vulnérabilité :

(Crédits bancaires courants + Créances cédées non échues)

Endettement financier

Pour la CIPA, on obtient :

En K€	1999	2000	2001
Concours bancaires courants (y compris EENE)	1 155	878	1 044
Endettement financier (y compris EENE et engagements de crédit-bail)	2 385	2 007	2 048
Ratio de vulnérabilité financière en %	48,43	43,74	50,98

La vulnérabilité de la CIPA est nette. Les financements courts représentent plus de la moitié de l'endettement financier, soumettant ainsi l'entreprise aux fluctuations des taux d'intérêt à court terme (risque de conjoncture) et aux pouvoirs de négociation des banquiers.

Poids de l'endettement

Les ratios de capacité se distinguent des précédents par leur logique de construction. Les ratios de structure s'inscrivent délibérément dans une logique patrimoniale : dans quelle mesure les créanciers recouvreront-ils leurs créances en cas de liquidation de l'entreprise ? Les ratios de capacité s'inscrivent, quant à eux, dans une logique d'exploitation et visent à apprécier le niveau d'endettement supportable par l'entreprise.

Un premier indicateur rapporte le montant des frais financiers à l'EBE, pour apprécier le poids des frais financiers liés à l'endettement (les frais financiers à prendre en compte sont alors les intérêts et charges assimilés, ligne GR, page 3). Toutefois, le caractère relativement volatile de l'EBE conduit certains analystes à prendre en considération le poids des frais financiers dans le chiffre d'affaires.

En %	1999	2000	2001
Frais financiers / CA	1,31	1,46	1,63
Frais financiers / EBE	25,73	33,74	32,01

Les normes bancaires usuelles considèrent que le ratio Frais financiers/EBE fluctue entre 30 et 40% et peut atteindre 50% dans certaines petites entreprises industrielles. Le poids des frais financiers de la CIPA n'est donc pas exorbitant par rapport à son EBE. Pour le ratio Frais financiers / CA, le poids des frais financiers de la CIPA reste très en deçà des 4 à 5% du chiffre d'affaires, considéré par les établissements de crédit comme une norme à ne pas dépasser.

Le rapprochement de l'endettement financier à la CAF apprécie la capacité de l'entreprise à faire face au remboursement de sa dette financière. Ce ratio permet de calculer le temps nécessaire à l'entreprise pour rembourser ses dettes financières si elle affectait la totalité de sa CAF à cet effet. Ce ratio doit être le plus faible possible : les établissements de crédits considèrent qu'au delà de 3 à 5 ans, l'entreprise est dans une situation difficile.

Pour la CIPA, on obtient :

	1999	2000	2001
Endettement financier / CAF	7,55	6,83	6,36

L'amélioration de la capacité de remboursement de la dette financière est sensible sur la période considérée : l'entreprise a amélioré son ratio de plus d'un an. Il demeure toutefois très largement au-delà des normes couramment admises, matérialisant la faiblesse de la structure financière de l'entreprise.



Synthèse

Analyse de l'équilibre financier de la CIPA

Quel que soit le point de vue adopté, l'équilibre financier de la CIPA apparaît très fragile. Le niveau intrinsèque de l'endettement est trop élevé et compromet l'autonomie financière de l'entreprise. La structure interne de cet endettement est trop orientée à court terme, ce qui renforce le pouvoir de négociation des banquiers. Le prélèvement sur la richesse créée par les créanciers financiers est en conséquence trop important. S'il est difficile de trouver une note favorable dans ces constats, rappelons néanmoins que ce n'est pas tant l'endettement qui est trop fort, mais les fonds propres qui sont trop faibles. Tout ceci nous renvoie de nouveau aux contraintes patrimoniales du dirigeant. L'analyse du risque de défaillance de la CIPA doit nous indiquer si les préoccupations patrimoniales de M. Tosi ne mettent pas en danger la pérennité de l'entreprise.



Démarche générique d'analyse de la structure financière

L'analyse de l'endettement d'une entreprise doit être conduite avec rigueur et minutie. En effet, le montant de l'endettement déterminé à partir des états comptables n'est pas nécessairement pertinent pour rendre compte de la situation de l'entreprise (activité saisonnière par exemple¹). L'analyste doit garder à l'esprit les effets que des opérations d'endettement ou de désendettement réalisées en fin d'exercice auront sur l'évaluation des différents ratios.

Cette analyse combine plusieurs démarches :

- 1 Une appréciation du niveau de l'endettement** pour mesurer le poids relatif des capitaux propres et des dettes financières afin d'estimer le degré d'autonomie de l'entreprise par rapport aux banquiers et d'envisager l'évolution de ce rapport.
- 2 Une approche de la structure de l'endettement** sous l'éclairage du terme (court ou moyen et long).
- 3 Une évaluation de la capacité d'endettement** au regard de la faculté de l'entreprise à payer les frais financiers afférents et à rembourser ses dettes.

Le tableau page suivante reprend les principales questions, les indicateurs associés et les commentaires envisageables.

¹ Entre autres, l'analyste doit vérifier la pertinence des comptes sociaux pour rendre compte de la situation de l'entreprise. Il apprécie en particulier si le montant des dettes qui figurent au bilan est bien proportionné à celui des frais financiers (taux d'intérêt apparent). Cela permet d'éviter une analyse financière fondée sur des comptes arrêtés à une date opportune par rapport à un cycle d'activité saisonnier (au moment où la situation financière est la plus favorable, sachant que le bilan est une photographie à un moment précis du patrimoine de l'entreprise).

L'ENTREPRISE EST-ELLE SOLVABLE ?

