

Un nouveau tableau d'analyse pluriannuelle des flux financiers

Alain FETITJEAN et Patrick CHIRON, Eurostaf (Europe Stratégie Analyse Financière)

Depuis son origine, Eurostaf utilise le TPFF ou Tableau des flux, à l'appui de ses analyses et comparaisons sectorielles. Annuellement, nous appliquons cette méthode des flux à près de 500 entreprises ou groupes.

En 1996, nous avons ressenti le besoin d'adapter le TPFF à la nouvelle logique stratégique et financière qui régit les entreprises depuis l'entrée de nos économies dans l'ère de la faible inflation.

Le présent article expose les motivations de cette adaptation, et décrit les aménagements adoptés, et leurs justifications pratiques et théoriques.

L'APPORT HISTORIQUE DU TPFF

Développée par Geoffroy de Murard au milieu des années 70, la méthode d'analyse par les flux est suffisamment reconnue pour qu'il ne soit point besoin ici d'en rappeler les fondements.

Il peut, par contre, être très utile de spécifier en quoi son apport reste aujourd'hui fondamental, pour tous ceux qui appliquent à l'entreprise une grille d'analyse à la fois financière et stratégique.

En quelques mots, cet apport tient à l'articulation :

- d'une lecture du compte de résultats par soldes intermédiaires de gestion plutôt que par succession de résultats comptables, de façon à les purifier des écritures de régularisation et des anticipations ou différéments induits par les charges calculées, à but patrimonial et fiscal essentiellement ;
- d'une certaine hiérarchisation des postes du tableau de financement, de façon à

séparer les flux économiques opérationnels, internes au périmètre d'exploitation de l'entreprise, des flux financiers ou se rapportant à l'extérieur de l'entreprise, notamment hors du périmètre de l'entreprise ;

- **d'une comparaison internationale homogène**, en éliminant les particularités comptables des différents systèmes qui modifient le résultat en dessous de l'EBE.

Autrement dit, cette méthode vise à identifier des soldes économiques, se traduisant par des flux financiers, et ainsi, à décrire le comportement stratégique de l'entreprise, en le confrontant à une certaine contrainte financière.

Plus précisément, le TPFF développé alors reposait sur les pivots suivants :

- **calcul de l'excédent brut d'exploitation** de l'entreprise, par neutralisation des écritures de charges et produits calculés, ou à caractère exceptionnel ;
- **retranchement prioritaire** de deux flux intimement liés au déroulement et à l'évolution de l'exploitation : la **variation du besoin en fonds de roulement et l'investissement d'exploitation**, de façon à dégager un premier solde, le DAFIC (Disponible après financement interne de la croissance) net de tous les emplois et dégagements de fonds courants, qu'il s'agisse de produits et charges (incorporés en amont de l'EBE), de décalages de trésorerie (inscrits en variation du BFR) ou d'investissements ;
- **calcul d'un solde bancaire et fiscal**, agglomérant la variation des dettes financières, les frais financiers, l'impôt sur les sociétés, donc indiquant les sorties (ou entrées) de fond vers le monde bancaire et l'État ;
- par soustraction du solde bancaire et fiscal au DAFIC, **calcul d'un solde de gestion**, à la disposition de l'entreprise (conjointement à diverses ressources annexes à la gestion opérationnelle : produits financiers, produits de cession, augmentation de capital) pour couvrir d'éventuelles opérations à caractère exceptionnel (investissements financiers et de croissance externe, charges exceptionnelles), accroître les liquidités ou satisfaire à la distribution de dividendes.

POURQUOI UN NOUVEAU TPFF ?

Le DAFIC reste pertinent

Dans l'analyse économique et financière, l'apport du DAFIC reste entier et a vraisemblablement gagné en acuité avec les années.

En effet, le DAFIC se révèle :

- **le solde le plus apte aux comparaisons internationales**, par la neutralisation des charges et produits calculés ainsi que des charges et produits activés par immobilisation ou inscription en actif courant ;
- **le solde le plus adapté aux nouvelles orientations des flux d'investissement**, vers les charges externes (soutien publicitaire par exemple), les frais de personnel (équipes de recherche et développement par exemple), les investissements classiques (corporels ou incorporels), voire le soutien en créances commerciales pour les filiales non intégrées... ;
- **le solde qui appréhende le mieux les activités bénéficiant de** (et basées sur des) **préfinancements d'exploitation** (distribution, presse, BTP, ingénierie) et pouvant se permettre des rentabilités économiques brutes (EBE) négatives ou nulles ;
- **le solde qui anticipe le mieux les éventuelles dévalorisations d'actifs**, qu'il s'agisse d'investissements malheureux, ou de stocks surévalués ou non écoulables ...

En revanche, au-delà du DAFIC, les pratiques économiques et financières ont trop évolué pour que le besoin ne se fasse pas sentir d'une nouvelle codification des soldes pertinents pour décrire les flux financiers et les flux à caractère stratégique ou exceptionnel.

LES QUATRE MUTATIONS À PRENDRE EN COMPTE

L'extinction de l'inflation

L'inflation forte et les taux d'intérêt réels faibles amenaient les entreprises à privilégier le recours à l'endettement d'une part, à ne pas détenir de liquidités abondantes d'autre part, et enfin à ne pas privilégier l'investissement financier sur l'investissement d'exploitation.

Il en résultait dans la pratique un rôle négligeable pour les produits financiers, par rapport aux frais financiers, un rôle moindre pour les investissements financiers et pour les produits de cession, par rapport aux investissements d'exploitation et de croissance externe, une prédominance des variations de dettes financières sur les mouvements des liquidités. Une bonne gestion prônait un accroissement de l'endettement au moins équivalent aux frais financiers puisque, à taux d'inflation proche des taux d'intérêt nominaux, l'augmentation de l'endettement devient nulle en termes constants.

Il n'était pas choquant, dans ces conditions, que se dégage, à la lecture du TPFF, lorsque le solde bancaire manifestait un excédent dû au réendettement, une apparence euphorisante (accroissement du solde de gestion à la disposition de l'entreprise) et lorsqu'il sanctionnait d'un déficit une posture de désendettement, une apparence de « vampirisation » de l'entreprise par ses financiers, amoindrissant ou déséquilibrant le solde de gestion.

Au contraire, dans une économie sans inflation (depuis plus de dix ans) et à taux réels élevés, se sont développés des comportements de raisonnement en endettement net de liquidités plutôt qu'en gestion séparée des dettes et liquidités, des comportements de pertinence économique au désendettement, voire à l'investissement financier, d'où découlent des rééquilibrages dans le poids hiérarchique respectif des frais et produits financiers, des variations des dettes et de celles des liquidités, etc.

La banalisation des restructurations

La banalisation des opérations de reconfiguration stratégique a eu pour effet la mise en lumière de postes jusque-là marginaux dans l'analyse économique et financière : investissements de croissance externe (et les investissements financiers qui les préfigurent souvent), produits de cession, éléments exceptionnels (charges ou produits) et augmentations de capital.

Ce grossissement peut aller souvent jusqu'à les faire primer sur les flux économiques de caractère courant, exprimés par le DAFIC, et à en faire les premiers déterminants des variations de l'endettement net.

L'actionnaire et le banquier plus proches

La combinaison des deux facteurs ci-dessus exposés aboutit à resserrer la position respective des deux apporteurs traditionnels de capitaux dans l'entreprise : l'actionnaire et le banquier.

Dans une économie à faibles taux d'intérêt réels et forte inflation, qui plus est rarement affectée d'investissements à caractère exceptionnel, la règle était le recours à l'effet de levier. Dans l'économie moderne, d'une part celui-ci perd de sa vigueur, d'autre part l'actionnaire, sollicité plus souvent, doit être mieux et plus régulièrement traité dans sa rémunération courante, notamment la distribution.

Enfin, seule une combinaison de l'un et de l'autre peut faire face aux phases les plus actives de reconfiguration stratégique.

Autrement dit, d'une part les taux de rémunération du banquier et de l'actionnaire ont

endance à converger. D'autre part, leurs apports respectifs aux besoins de financement potentiels de l'entreprise doivent être analysés conjointement.

Une nouvelle norme internationale

Par ailleurs, la pratique anglo-saxonne, en matière de présentation des tableaux de flux, se généralise dans tous les pays.

La logique du *cash flow statement* anglo-saxon permet la séparation des flux par fonction :

flux opérationnels : exploitation, flux courant (frais financiers nets, impôts),

flux d'investissements nets des cessions,

flux financiers : variation de l'endettement à long terme et des capitaux propres nets des dividendes.

Le bouclage du tableau s'opère sur la variation de la trésorerie nette. Cette démarche est intéressante mais perfectible.

La première critique de cette classification vient rapidement à l'esprit : c'est la dispersion des flux de rémunération des capitaux (frais financiers, impôt sur les sociétés et dividendes) dans des sections différentes du tableau de financement. En particulier, les dividendes, dans les pays anglo-saxons, sont quasi récurrents quelle que soit l'évolution des résultats et ont donc un caractère proche des frais financiers.

Le mélange des différents flux d'investissement ne fait, également, pas suffisamment ressortir le caractère radicalement différent des investissements de croissance interne (liés à la continuité de l'entreprise) et les investissements de croissance externe (liés à son redéploiement stratégique).

En revanche, le tableau de flux anglo-saxon conduit à la notion de *free cash flow* : résultat du solde des flux opérationnels. À condition de lui retrancher les investissements opérationnels, ce solde débouche sur une notion de flux disponible, support de la stratégie de l'entreprise : reconfiguration du périmètre et solde de financement des capitaux extérieurs. Le **cash flow opérationnel** est, pour ces raisons, un élément que nous souhaitons introduire dans notre nouveau TPFF.

Par ailleurs, la logique du *cash flow statement* s'articule sur un bouclage par les flux financiers conditionnant donc ces derniers aux résultats opérationnels et à la stratégie adoptée par l'entreprise durant l'exercice.

Cette analyse s'inscrit dans l'hypothèse la plus courante où les flux financiers résultent des mouvements des autres flux. Il est donc normal de les retrouver en fin de tableau en tant que variable d'ajustement du tableau des flux.

Nous avons donc, compte tenu des justifications antérieures, retenu cette logique de présentation de flux.

En revanche, pour les raisons décrites antérieurement, nous avons conservé la notion de DAFIC et l'avons fusionnée avec une logique globale de présentation de flux à l'anglo-saxonne. De ce fait, nous sommes parvenus à effectuer une synthèse entre les apports du tableau de flux de Geoffroy de Murard et la pratique anglo-saxonne, pour une présentation originale et innovatrice du tableau de financement de l'entreprise.

UN NOUVEAU TPFF

C'est sur ces bases que nous avons travaillé à l'élaboration d'un nouveau modèle d'analyse pluriannuelle des flux financiers.

Son cahier des charges peut être simplement décrit : en deçà du DAFIC, identifier et regrouper les facteurs de rémunération du capital, les flux d'intérêt stratégique pour l'entreprise, les flux financiers résultant de la combinaison de l'exploitation, de la stratégie, et de la structure financière de l'entreprise.

Le modèle proposé se résume ainsi :

Ancien TPEF	Nouveau TPEF EUROSTAT
= DAFIC (C)	= DAFIC
+ Variation des dettes financières	- Frais financiers
- Frais financiers	+ Produits financiers
- Impôt sur les sociétés	- Impôt sur les sociétés
= Solde financier (D)	- Distribution
C + D = Solde de gestion	- CASH FLOW OPÉRATIONNEL
- Distribution	+ ou - Éléments exceptionnels
+ Augmentation de capital	= Autofinancement disponible
+ Produits financiers	- Investissements de croissance externe
- Investissements financiers	- Investissements financiers
+ Produits de cession	+ Produits de cession
+ ou - Éléments exceptionnels	= Solde de financement
= Variation des liquidités	+ Augmentation de capital
	+ Variation de l'endettement net
	dont Variation des liquidités
	Variation de l'endettement

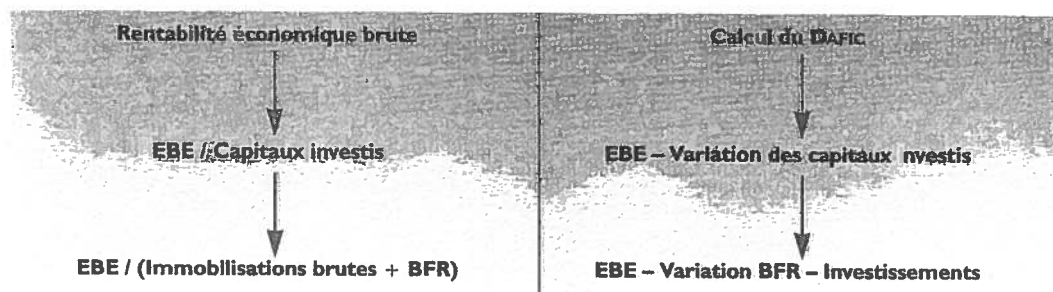
Sa justification est la suivante :

La rémunération des capitaux investis

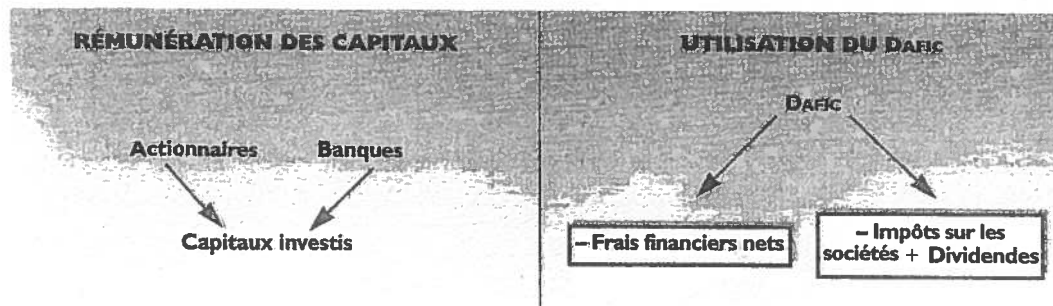
Du DAFIC sont prioritairement retranchés les flux relatifs à la rémunération des capitaux investis.

On retrouve là une logique forte, rapportant le capital économique (ou capitaux investis), composé des immobilisations brutes (non financières) et du BFR :

• d'une part, à la rentabilité économique brute :



• d'autre part, à la rémunération de ces capitaux :



On observera ici que la rémunération des capitaux empruntés est définie par rapport à l'endettement net, seule mesure du besoin de financement externe exprimé économiquement par l'entreprise.

Le choix de gonfler l'endettement pour assurer une trésorerie pléthorique n'est pas cautionné, puisqu'il reviendrait à entériner à ce stade un choix stratégique non lié aux besoins économiques, opérationnels, de l'entreprise.

Par conséquent, ce sont les frais financiers nets de produits financiers qui sont déduits du DAFIC. Ces derniers se rapportent en effet à la part souscrite de l'endettement, dont ils représentent en quelque sorte le rendement instantané.

On observera aussi que la rémunération décaissable des capitaux propres, du point de vue de l'entreprise, est logiquement entendue avant impôt, et se compose donc de l'impôt sur les sociétés et du dividende distribué.

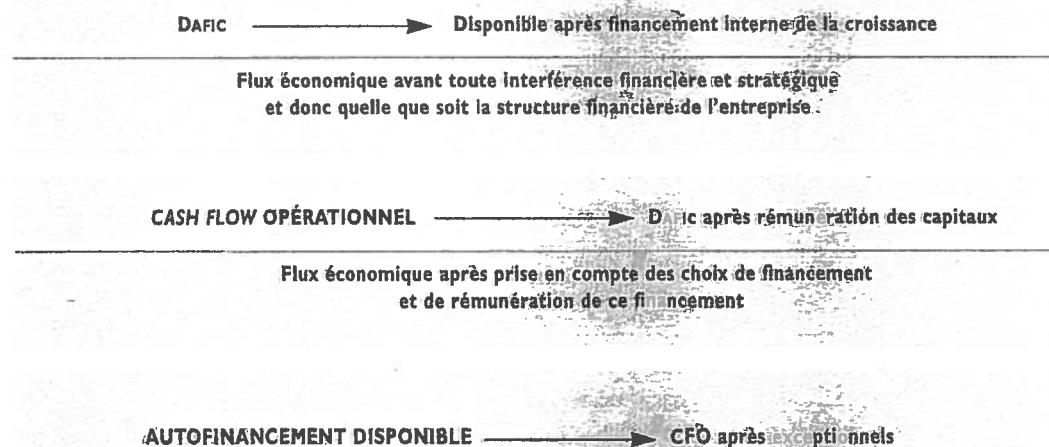
Ceci correspond au schéma logique suivant :

Rémunération globale de l'actionnaire	Flux de trésorerie correspondants
= Résultat net + Impôt sur les sociétés	Dividendes + Impôt sur les sociétés

La détermination du cash flow opérationnel

Le DAFIC, auquel est retiré l'ensemble des contributions obligatoires aux apporteurs de capitaux, permet de déterminer un *cash flow* opérationnel, puis par déduction des charges et produits exceptionnels, on en déduit un autofinancement disponible.

Il convient de s'arrêter sur cette cascade de soldes :



Au contraire du DAFIC, le *cash flow* opérationnel entérine les choix de financement de l'entreprise ainsi que leur coût.

On pourrait critiquer le regroupement de deux postes subis en grande partie (frais financiers nets ; impôt sur les sociétés) et d'un poste maîtrisé sinon par l'entreprise, du moins par ses propriétaires (distribution).

Nous avons considéré que l'économie moderne, largement introduite en Bourse et soumise aux influences du marché des capitaux, d'une part, légitime la distribution de dividende comme pratique courante et récurrente (et non comme affectation ultime d'un surplus) ; et d'autre part, conditionne cette distribution, quant à son montant,

à la stratégie de levée de fonds de l'entreprise (autrement dit, que le niveau de distribution est lui aussi subi, à stratégie donnée).

En tout état de cause, le *cash flow* opérationnel est la partie stratégiquement disponible du DAFIC. Il fournit au management de l'entreprise l'assise de sa stratégie hors périmètre de l'entreprise.

De même, il a été jugé utile d'isoler les charges et produits exceptionnels, dans la mesure où cet isolement permet d'apprécier leur éventuelle récurrence : si un certain niveau d'efficacité économique (EBE, donc DAFIC) n'est atteint qu'au prix d'une récurrence de coûts de restructuration, le décrochage de l'autofinancement disponible par rapport au *cash flow* opérationnel signalera ce dysfonctionnement (on pourrait même, dans une solution puriste, décider alors d'une réincorporation au-dessus de l'EBE ou, du moins, du DAFIC) ; ou, au contraire, le caractère intempestif de leur impact sur le besoin de financement de l'entreprise.

L'autofinancement disponible corrige le *cash flow* opérationnel des éléments exceptionnels. Il en est en quelque sorte l'expression conjoncturelle.

L'utilisation du free cash flow comme instrument de financement de la gestion du périmètre

L'autofinancement disponible s'entend comme le solde à la disposition de l'entreprise (ou qui manque à l'entreprise), après qu'elle a financé ses besoins opérationnels et rémunéré ses capitaux engagés (puis apuré ses éléments exceptionnels), pour mener à bien soit ses opérations stratégiques, soit son désendettement.

Par opérations stratégiques, on entend celles qui ont pour objet la reconfiguration du périmètre de l'entreprise, par opposition aux opérations réalisées dans le périmètre de l'entreprise, qui pour importantes qu'elles soient (par exemple, investissement majeur), s'inscrivent dans sa logique opérationnelle courante.

Elles regroupent donc les investissements de croissance externe, les investissements financiers et les produits de cession.

La raison qui nous fait retenir à ce stade les investissements financiers est mi-pratique (la distinction entre investissements de croissance externe et investissements financiers est rarement fermement établie), mi-théorique (les investissements financiers sont souvent l'esquisse d'une intention de croissance externe).

Solde de financement : confrontation des opérations stratégiques et de l'autofinancement disponible

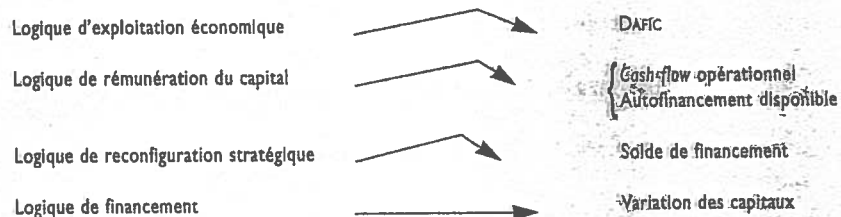
Le solde de financement, qui résulte donc de la confrontation de l'autofinancement disponible aux flux stratégiques menés par l'entreprise, **exprime un besoin ou un excédent de financement.**

L'apport le plus appréciable de cette méthode réside dans la possibilité de lire, d'un seul coup d'œil, si le solde de financement annuel (besoin ou excédent) procède principalement de l'autofinancement disponible (et donc des flux opérationnels et obligatoires) ou prioritairement des flux stratégiques (investissements ou cessions).

Le solde de financement se reporte enfin soit sur une **augmentation de capital** (ou un rachat d'actions), soit sur une **variation de l'endettement net** (exprimée dans ses deux composantes constitutives, à savoir variation de l'endettement et variation des liquidités). Là aussi, une lecture directe fait apparaître, de façon pluriannuelle, le besoin (l'excédent) de financement exprimé par l'entreprise, la répartition de ce besoin entre le capital et le financement bancaire et, en cas d'excédent, la répartition entre désendettement et accumulation de liquidités (ce qui peut être une indication précieuse sur des intentions ultérieures de croissance externe).

LE TABLEAU PEUT ÊTRE D'UN USAGE INTÉRESSANT

L'avantage majeur du tableau ainsi constitué réside dans sa lisibilité, laquelle exprime une vision articulée de l'entreprise, comme emboîtement de 4 logiques :



Il est possible de l'illustrer par quelques exemples simples, exprimés en quelques modèles dynamiques.

MODÈLE AUTONOM

Principe : Flux stratégiques permis par les flux économiques

Expression :

DAFIC	> 0
CFO	> 0
AD	≥ 0

L'autofinancement disponible sert à des opérations stratégiques et/ou au désendettement.

Lorsqu'une opération stratégique excède les possibilités de l'autofinancement disponible, il est fait recours aux cessions ou à une levée de capitaux.

MODÈLE CONTRAINT

Principe : Flux courants soumis à la satisfaction d'un objectif stratégique

Expression :

DAFIC	>> 0
CFO	>> 0
AD	>> 0

L'excédent d'autofinancement disponible est affecté à une priorité absolue de croissance externe ou de désendettement (voire au rachat d'actions...). Le DAFIC est maximisé, y compris par sous-investissement.

(Exceptionnellement, une distribution anormalement élevée peut venir prélever le surplus économique dès avant le stade du CFO, autre cas de modèle contraint).

MODÈLE VOLONTARISTE

Principe : Flux stratégique au secours des flux courants

Expression :

DAFIC	≤ 0
CFO	< 0
AD	<< 0

Compensation d'un DAFIC négatif ou faible (expression d'une insuffisance de rentabilité ou d'un surinvestissement temporaire) par recours à l'une ou l'autre des ressources suivantes : cessions, augmentation de capital, rachat de titres, endettement net.

Cette lecture directe, visant l'identification d'un modèle stratégique suivi par l'entreprise (lequel peut être plus sophistiqué, ou plus fluctuant, que ne le laissent supposer les trois exemples simples ci-dessus), ne résume pas à elle seule toute l'analyse financière.

En aucun cas elle ne dispense notamment d'interroger les ratios de base permettant d'apprécier usuellement (dans l'absolu ou en comparaison sectorielle) :

- le niveau de la rentabilité économique (EBE/capital économique ; en complément sectoriel : EBE/VA et EBE/CA)
- le niveau du BFR (ratios de rotation usuels, en comparaison sectorielle ; BFR/CA en évolution tendancielle)
- le niveau des investissements (inv./immo. brutes ; inv./dotation aux amortissements ; I/VA et I/CA en comparaison sectorielle)
- le niveau d'endettement (endettement net/fonds propres)
- le niveau de distribution (dividendes/résultat net ; dividendes/fonds propres)
- le niveau de rentabilité financière (résultat net/fonds propres)
- la capacité de mobilisation de ressources ou « trésor de guerre » (liquidités + capitaux propres - endettement financier) ce qui correspond à la trésorerie nette + potentiel d'endettement (admis temporairement jusqu'à 100 % des fonds propres)

Cet indicateur n'est pas littéralement un ratio mais sa signification peut être de la plus haute importance, dans la mesure où il exprime la capacité financière et, plus exactement, le potentiel de croissance externe.

Mais l'utilité de notre nouveau TPFF pour le praticien et ses qualités pédagogiques nous paraissent de nature à satisfaire à la vocation première de l'analyse financière : introduire et permettre un riche débat sur les performances et les choix stratégiques de l'entreprise, à l'usage immédiat de ses actionnaires et de ses financiers. ■