

# Cours développé

## Logiques des analyses des tableaux de flux financiers, stratégies et marchés parfaits de capitaux

### Introduction

Il s'agit de l'analyse des flux concernant, selon l'approche traditionnelle, le financement de l'entreprise, c'est-à-dire, au simple niveau comptable, modifiant les équilibres statiques des bilans. Les "stocks" - dans l'acception générale du terme - du bilan sont bien la résultante de flux accumulés, positifs et négatifs (« stocks de droits », dont les créances, "stocks" de dettes et, par différence, "stocks" de situation nette. Le bilan fournit donc une *"vision sédimentaire"*<sup>1</sup> de flux accumulés. Certains tableaux de flux ne "collent" par contre pas avec les variations bilantielles ; on y reviendra.

Rappelons que l'analyse des flux concerne également l'analyse du compte de résultat (voir les leçons précédentes) ; on remarquera d'ailleurs que l'analyse des flux financiers, sauf si l'on se cantonne aux points de vue les plus courants, flirte évidemment avec celle des résultats sous forme de flux monétaires, bref avec la notion de **flux d'autofinancement (CAF, MBA, EBE en tant que "cash flows" d'exploitation, etc.)**.

On présentera d'abord l'analyse **"traditionnelle" du Tableau de Financement**, ou **Tableau des Ressources et des Emplois**, qui a l'avantage d'être normalisée par le PCR. Cette analyse dynamise l'analyse statique "fonctionnelle horizontale" du bilan, même si les compromis qui l'ont fait naître en font un tableau dont la lecture patrimoniale est également possible.

Puis on abordera l'analyse dite du **Tableau Pluriannuel des Flux Financiers (TPFF)**, très différente... et pas du tout, ou presque, normalisée. Nos deux références principales seront celle(s) de **Geoffroy de Murard** - le père de cette analyse - et de la **DAFSA (Documentation et Analyse Financière SA)**, son principal utilisateur.

On présentera en troisième lieu le **Tableau des Flux de Trésorerie (TFT)**, d'origine anglo-saxonne et adoptée par l'Ordre des experts comptables français sous l'appellation de **"Tableau de financement analysant la variation de trésorerie"**<sup>2</sup>.

Ces trois tableaux sont fondamentaux et seront présentés au premier point. On continuera au deuxième point, après une présentation des **Tableaux de flux « pools de fonds »**, par une exposition du **Tableau des Ressources et des Emplois (TRE) de la Centrale des Bilans de la Banque de France**<sup>3</sup> qui présente l'inconvénient d'être très lourd mais l'avantage de faire apparaître la plupart des logiques des flux financiers. Son caractère "universaliste" compense largement son aspect "usine à gaz", même si son utilisation reste, et pour cause, académique. On proposera également une présentation rapide de **quelques** exemples des autres méthodes. Ce deuxième point doit être compris mais n'est pas à connaître « sur le bout des doigts ».

Le troisième et dernier point concernera l'**analyse stratégique**, développée ici seulement en parallèle au TPFF.

## 1 – Les trois principaux tableaux de flux

<sup>1</sup> Expression d'Elie Cohen, *Analyse financière*, 4<sup>ème</sup> édition, Economica, 1997, par exemple p. 348.

<sup>2</sup> Recommandation n° 1-22, de 1988. Dans la même recommandation, l'OECCA présente un tableau de financement de type fonctionnel horizontal, avec la variation du FR, des BFR et de la trésorerie en résultante.

<sup>3</sup> Première version de 1978, rapidement abandonnée... car « un peu complexe »...

Nous n'aborderons pas ici la variation des équilibres patrimoniaux : le bilan patrimonial différentiel n'est pas vraiment un tableau de flux. Il s'agit de l'évolution des situations patrimoniales calculées par différence entre deux situations de fin d'année. La principale résultante de ce tableau est la variation du fonds de roulement patrimonial et du fonds de roulement propre.

Cette méthode de calcul des flux par différence entre deux bilans est en fait générale ; elle permet ("bilan différentiel" ou "balance des mutations") de "boucler" sans erreur, grâce aux vertus comptables, un tableau de financement<sup>1</sup>.

Pour les curieux, on donne ci-dessous un exemple de bilan patrimonial différentiel tiré du cas XLSA.

## BILAN PATRIMONIAL DIFFÉRENTIEL

NB: ICI / :Ressources en (-) , Emplois en (+) ici

POSTE ANNÉE N - POSTE ANNÉE N-1	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
<b>ACTIF IMMOBILISE (&gt; 1 AN)</b>	<b>131,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-52,5</b>	<b>125,0</b>	<b>204,5</b>
Immobilisations corporelles nettes	42,0	-4,0	-32,5	100,0	105,5
Immobilisations financières nettes	9,0	25,0	0,0	45,0	79,0
Immobilisations en crédit-bail nettes		-20,0	-20,0	-20,0	
<b>ACTIF CIRCULANT (liquid à - 1 an)</b>	<b>30,8</b>	<b>-90,2</b>	<b>227,9</b>	<b>316,6</b>	<b>485,2</b>
Stocks (nets)	0,3	-1,7	79,6	155,2	233,5
Valeurs réalisables, hors plac. (nettes)	6,7	43,3	148,3	161,4	359,8
Liquidité (nettes)	23,8	-131,8	0,0	0,0	-108,0
<b>TOTAL ACTIFS</b>	<b>161,8</b>	<b>-89,2</b>	<b>175,4</b>	<b>441,6</b>	<b>689,7</b>
<b>CAPITAUX PROPRES</b>	<b>-7,3</b>	<b>64,6</b>	<b>49,2</b>	<b>72,2</b>	<b>178,8</b>
Capitaux propres après affectation	-7,3	64,6	49,2	-426,5	-320,0
<i>dont capitaux propres après affectation</i>	-12,3	1,6	97,2	-506,5	-420,0
<i>dont Dividende à distribuer</i>	5,0	63,0	-48,0	2184,9	2204,9
- immobilisations incorporelles nettes	0,0	0,0	0,0	341,5	341,5
<b>DETTES LONG TERME (&gt; UN AN)</b>	<b>110,0</b>	<b>-50,0</b>	<b>-50,0</b>	<b>150,0</b>	<b>160,0</b>
Dettes financières	30,0	-30,0	-30,0	170,0	140,0
Financement en Crédit-Bail	80,0	-20,0	-20,0	-20,0	20,0
<b>DETTES COURT TERME (&lt;1 an)</b>	<b>59,2</b>	<b>-103,8</b>	<b>176,2</b>	<b>170,2</b>	<b>301,7</b>
Provisions risques et charges	-12,0	-25,0	-5,0	-5,0	-47,0
Dettes financières < 1 an	0,0	35,3	216,4	239,6	491,3
Dettes commerciales	88,5	-30,0	-45,8	-16,7	-4,0
Dividendes à payer	-5,0	-63,0	48,0	-60,0	-80,0
Autres dettes (dont IS)	-12,3	-21,1	-37,4	12,2	-58,5
					0,0
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>161,8</b>	<b>-89,2</b>	<b>175,4</b>	<b>392,4</b>	<b>640,5</b>
<b>FONDS DE ROULEMENT PATRIMONIAL = ACTIF CIRCULANT - DETTES CT</b>	<b>-28,3</b>	<b>13,6</b>	<b>51,7</b>	<b>97,2</b>	<b>134,3</b>

## 11 - la variation des équilibres fonctionnels horizontaux : le tableau de financement du PCR et son caractère « mixte »

<sup>1</sup> On la recommande, au simple niveau technique.

Il s'agit d'expliquer par quels mouvements de ressources financières nouvelles et d'emplois financiers nouveaux se sont modifiés le fonds de roulement, les besoins en fonds de roulement et la trésorerie. Les Tableaux de Financement, ou Tableaux des Ressources et des Emplois, reprennent donc la structure fondamentale concernant le bilan, à savoir, **non plus en situation, en "stocks", mais en flux** :

- les ressources et emplois "acycliques" ;
- les ressources et emplois "cycliques" ;
- les ressources et emplois de trésorerie.

De nombreuses présentations existent historiquement, on en trouvera quelques-unes dans les manuels, dont celle de l'OECCA de 1988. Nous nous contenterons ici du **Tableau de financement** proposé par le PCR 1982, fondamentalement "fonctionnel horizontal", **ici un peu modifié par nos soins**. On trouvera dans les manuels le tableau "officiel".

Sa première partie analyse bien la variation du FR (fonctionnel horizontal), mais la seconde - il n'existe pas de troisième partie dans le Tableau de financement du PCR 1982 - **explique la variation du FR par la somme des variations des BFR et de la trésorerie, ce qui est une absurdité** qui renvoie probablement à la définition du FR "par le bas", ou "à l'envers", donc à la définition du FR patrimonial. Le Tableau de financement du PCR 1982 est en fait le résultat d'un compromis entre les deux analyses : "*La singularité de cette structure tient à un refus d'explicitier le principe d'identification des deux types d'emplois et ressources recensés. Dans la mesure où il est difficile de supposer qu'un tel refus résulte d'une omission fortuite, on peut émettre l'hypothèse qu'il traduit le souhait des auteurs de la présentation de ne pas prendre une position tranchée dans le débat qui oppose les tenants d'une approche fonctionnelle aux partisans de l'approche traditionnelle fondée sur les critères de maturité*<sup>1</sup>" (c'est-à-dire l'analyse patrimoniale, P.C). Pour donner une idée des débats, le quotidien *Le Monde* a présenté en bonnes pages, au début des années 80, une polémique entre les tenants de la distinction des dettes long terme et des dettes court terme au passif du bilan. Toute la question étant de savoir si la simple lecture du bilan pouvait ou non permettre de calculer directement le FR fonctionnel ! Le PCR 1982 a choisi de ne pas faire la distinction : on doit ainsi trouver dans les annexes ou en note la distinction entre dettes long terme, dettes long terme devenues à court terme (moins d'un an) et crédits de trésorerie.

**Nous pensons que le tableau de financement du PCR est "principalement fonctionnel horizontal", à condition donc de le corriger de ses "égarements" patrimoniaux.** Le vocabulaire qui suit ("acyclique" et "cyclique", nous est propre, il renvoie à notre présentation des bilans fonctionnels horizontaux ; voir la leçon 2).

Ce Tableau de financement en deux parties est par exemple :

---

<sup>1</sup> E. Cohen, op. cit., pp. 380-381.

**TABLEAUX DE FINANCEMENT DU PCR EN DEUX PARTIES  
(TABLEAU MIXTE FONCTIONNEL HORIZONTAL ET PATRIMONIAL)**

	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
<b>FLUX DE RESSOURCES STABLES</b>					
Capacité d'autofinancement	108,7	-14,4	86,7	136,5	317,5
Cessions	5,0	160,0	0,0	30,0	195,0
Augmentation de capital	0,0	30,0	100,0	100,0	230,0
Emprunt financiers stables hors crédit-bail	90,0	0,0	0,0	200,0	290,0
Financement en crédit-bail	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
<b>Total RESSOURCES STABLES</b>	<b>303,7</b>	<b>175,6</b>	<b>186,7</b>	<b>466,5</b>	<b>1132,5</b>
<b>FLUX D'EMPLOIS STABLES OU "ACYCLIQUES"</b>					
Distribution de dividendes	-80,0	-75,0	-12,0	-60,0	-227,0
Investissements corporels hors crédits-bail	-100,0	-120,0	-50,0	-250,0	-520,0
Investissements corporels en crédit-bail	-100,0				
Investissements financiers	-9,0	-25,0	0,0	-45,0	-79,0
Remboursement d'emprunts	-60,0	-60,0	-30,0	-30,0	-180,0
<b>Total EMPLOIS STABLES</b>	<b>-349,0</b>	<b>-280,0</b>	<b>-92,0</b>	<b>-385,0</b>	<b>-1106,0</b>
<b>VARIATION DU FONDS DE ROULEMENT (F) = RESSOURCES - EMPLOIS STABLES</b>	<b>-45,3</b>	<b>-104,4</b>	<b>94,7</b>	<b>81,5</b>	<b>26,5</b>
<i>Vérification bilans</i>	<i>-45</i>	<i>-104</i>	<i>95</i>	<i>81</i>	

Selon la présentation du PCR 1982, ce qui revient à écrire :

$$\text{Variation du FR} = \text{Variation du BFR} + \text{Variation de T}$$

NB : Pour les BFR, *ICI* les Ressources sont notée (-) et les emplois (+)

L'augmentation des BFR est appelé "besoin", la diminution "dégagement", en deux colonnes séparées.

On considère ici les variations des BFR d'exploitation et les variations des BFR hors exploitation

SECONDE PARTIE : EXPLICATION DE LA VARIATION DU FR	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
<b>Variation des actifs d'exploitation</b>					
+ STOCKS ET ENCOURS	0,3	-1,7	79,6	155,2	233,5
+ CRÉANCES COMMERCIALES	6,7	43,3	148,3	161,4	359,8
<b>Variation des dettes d'exploitation</b>					
- DETTES COMMERCIALES	-88,5	30,0	45,8	16,7	4,0
<b>= Variation des BFRE</b>	<b>-81,5</b>	<b>71,7</b>	<b>273,8</b>	<b>333,3</b>	<b>597,2</b>
<b>Variation des actifs hors exploitation</b>					
+ CRÉANCES HORS EXPLOITATION					
<b>Variation des dettes hors exploitation</b>					
- DETTES HORS EXPLOITATION	12,3	21,1	37,4	-12,2	58,5
<b>= Variation des BFRHE</b>	<b>12,3</b>	<b>21,1</b>	<b>37,4</b>	<b>-12,2</b>	<b>58,5</b>
<b>VARIATION DES BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (TOTAUX)</b>	<b>-69,2</b>	<b>92,7</b>	<b>311,1</b>	<b>321,1</b>	<b>655,8</b>
+ Variation de la Trésorerie nette	23,8	-197,1	-216,4	-239,6	-629,3
dont + Variation des liquidités	23,8	-131,8	0,0	0,0	-108,0
dont - Variation des concours de trésorerie court terme	0,0	-65,3	-216,4	-239,6	-521,3
<b>= Variation du FR</b>	<b>-45,3</b>	<b>-104,4</b>	<b>94,7</b>	<b>81,5</b>	<b>26,5</b>

Le « vrai » *Tableau de financement fonctionnel horizontal* est donc structuré en trois parties ; en voici un exemple, avec plein de complications :

## TABLEAUX DE FINANCEMENT FONCTIONNEL HORIZONTAL EN TROIS PARTIES

La première partie est identique à la précédente

La deuxième partie donne la variation des BFR, avec le détail indiqué plus haut

La troisième partie donne la variation de la trésorerie résultante :

$$\text{Variation de T} = \text{Variation du FR} - \text{Variation des BFR}$$

NB : Pour les BFR, les ressources ou dégagements sont ici notée (+) et les emplois ou besoins (-)

SECONDE PARTIE : EXPLICATION DE LA VARIATION DES BFR	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
- Variation des BFRE	81,5	-71,7	-273,8	-333,3	-597,2
- Variation des BFRHE	-12,3	-21,1	-37,4	12,2	-58,5
= - Var. des BFR (totaux)	69,2	-92,7	-311,1	-321,1	-655,8
<i>Vérification bilans</i>	69	-93	-311	-321	

TROISIEME PARTIE : EXPLICATION DE LA VARIATION DE T	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
+ Variation du FR(F)	-45,3	-104,4	94,7	81,5	26,5
- Variation des BFR	69,2	-92,7	-311,1	-321,1	-655,8
= Variation de T	23,8	-197,1	-216,4	-239,6	-629,3
<i>Vérification bilans</i>	24	-197	-216	-240	

### \* Nouvelles ressources et nouveaux emplois "acycliques" et variation du fonds de roulement

*Les ressources financières "acycliques" nouvelles sont les suivantes.* Ces ressources financières nouvelles sont (dans l'ordre donné par le PCR 1982) :

- d'abord la **CAF, capacité d'autofinancement**, c'est-à-dire les ressources financières générées par l'activité de l'entreprise elle-même, **hors plus- ou moins-values de cession d'actifs immobilisés...** car elles se trouvent juste en dessous ;

- en second lieu les **produits de cessions d'élément d'actifs<sup>1</sup>**, (*les PCEA*) **en prix de cession, donc avec plus- ou moins-value<sup>2</sup>** ;

- en troisième lieu les **augmentations des capitaux propres<sup>3</sup>** ;

- en quatrième lieu les **nouveaux emprunts financiers, hors crédits de trésorerie**.

Cette hiérarchie est fondée sur le principe suivant : **on s'éloigne progressivement de l'autofinancement de l'entreprise.**

On analyse d'abord les **flux de financement autogénérés** par l'entreprise elle-même, c'est-à-dire **d'abord la CAF**, puis les **cessions d'actifs immobilisés** qui restent une sorte de « **possibilité d'autofinancement** » - **particulier et théoriquement<sup>4</sup> exceptionnel**. Ensuite on reste dans l'entreprise mais l'on se tourne vers ses **actionnaires** : il ne s'agit plus d'autofinancement mais **d'apports en fonds propres**. Enfin on se

<sup>1</sup> Mais également les réductions d'immobilisations financières, de créances immobilisées par exemple.

<sup>2</sup> Si on prend la MBA à la place de la CAF, les produits de cession apparaissent alors en valeur nette comptable. On sort de l'analyse orthodoxe du PCR 1982 ; mais cette présentation n'est pas rare. Rappelons de plus que la MBA considère une bonne partie des dotations aux provisions comme des charges décaissables, ce qui perturbe encore le Tableau de financement.

<sup>3</sup> Augmentations de capital et divers mais aussi les subventions d'investissement, entre autres, dans les "augmentations des autres capitaux propres".

<sup>4</sup> On reviendra plus loin sur ce caractère exceptionnel.

tourne vers les *tiers* pour le financement par *endettement*.

**Les emplois financiers "acycliques" nouveaux sont les suivants<sup>1</sup> :**

- en premier lieu les *distributions (dividendes, etc.)* mises en paiement au cours de l'exercice<sup>2</sup> ;

- en second lieu les *investissements en capital fixe*, ou "acquisitions d'éléments de l'actif immobilisé" selon le PCR (en incorporel, corporel et financier)<sup>3</sup> ;

- en troisième lieu les *réductions de capitaux propres*<sup>4</sup> ;

- en quatrième lieu les *remboursements de dettes financières, hors crédits de trésorerie (concours bancaires courants et soldes créditeurs de banques)*<sup>5</sup>.

**En solde, les variations du fonds de roulement (fonctionnel).**

*Remarque : la seconde partie du TF du PCR 1982 donne la variation du FR par la somme des variations BFR + T : c'est là que le bât blesse ; on retrouve le point de vue patrimonial définissant le FR "à l'envers", par le bas du bilan. Notre correction consiste simplement à diviser en deux cette seconde partie.*

Le PCR nomme variation du **FR Net Global (FRNG)** cette variation de FR fonctionnel. Ce qui pose problème car il s'agit en fait de la variation du FR que nous considérons comme brute, avant mouvement des provisions sur actif circulant, les PAC. Ce qui pose problème pour le raccordement avec le bilan fonctionnel horizontal.

### **\* Nouvelles ressources et nouveaux emplois "cycliques" et variation des besoins en fonds de roulement**

Tous les postes correspondants aux ressources et emplois "cycliques" peuvent augmenter ou diminuer ; si les postes de l'actif augmentent, il s'agit d'un nouvel emploi ; s'ils diminuent il s'agit d'une nouvelle ressource. C'est l'inverse pour le passif.

On peut distinguer - c'est ce que fait le PCR - les variations des **BFR exploitation et hors exploitation.**

**Les variations des BFR exploitation** combinent les variations :

- **des stocks et en-cours ;**

- **des créances exploitation** (avance et acomptes versés, clients et comptes rattachés, etc.) ;

- **des dettes à court terme liées à l'activité d'exploitation** (avances et acomptes reçus, dettes fournisseurs et comptes rattachés, autres dettes d'exploitation, par exemple les dettes de TVA et sociales, etc.)

**Les variations des BFR hors exploitation** combinent les variations :

- **des créances hors exploitation** (avances aux filiales ou à la maison mère, créances sur cessions d'immobilisation, etc.), avec éventuellement les comptes de régularisation (charges constatées d'avance et à répartir sur plusieurs exercices) et écarts de conversion passif ; mais c'est en fait plus complexe pour ces derniers puisqu'ils corrigent, on le sait, soit des créances, soit des dettes ;

- **des dettes à court terme hors-exploitation** (par exemple les avances des filiales ou de la maison mère, les dettes non liées au cycle d'exploitation, fournisseurs d'immobilisations par exemple, etc.). On peut y inclure les produits constatés d'avance et les écarts de conversion passif, avec les mêmes réserves que ci-dessus.

<sup>1</sup> On remarque que les "lieux" des emplois correspondent à ceux des ressources.

<sup>2</sup> Ils apparaissent en premier lieu ; rappelons en effet que la différence CAF - bénéfice distribué = autofinancement.

<sup>3</sup> Il faut y rajouter les "charges à répartir sur plusieurs exercices" qui sont des charges activées.

<sup>4</sup> Assez rares en France ; il ne s'agit que des **vraies** réductions et non pas les écritures d'annulation de capital en cas de pertes qui l'ont réduit, avant recapitalisation par apport d'argent frais, dans les "**coups d'accordéons**" par exemple. On commence à les trouver en France après les rachat d'actions propres (« **buy back** »), certaines actions rachetées étant annulées.

<sup>5</sup> Et, depuis le développement de la désintermédiation des crédits de trésorerie - milieu des années 80 - les financements de marché des besoins de trésorerie (par exemple les "billets de trésorerie" émis par les grandes entreprises).

## \* Nouvelles ressources et nouveaux emplois de trésorerie

On a évidemment :

$$\begin{array}{rcl} \text{VARIATION DU} & & \text{VARIATION DES} & & \text{VARIATION DE LA} \\ \text{FONDS DE ROULEMENT} & - & \text{BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT} & = & \text{TRÉSORERIE} \\ \text{var FR} & & \text{var BFR} & & \text{var T} \end{array}$$

La variation de la trésorerie s'explique, en termes de postes de trésorerie, par les variations suivantes.

**Celles des ressources financières de trésorerie** ; il s'agit soit :

- de l'augmentation des découverts bancaires et des autres concours de trésorerie à court terme, par exemple des **billets de trésorerie émis** sur le marché monétaire depuis le développement de la **désintermédiation financière** ;

- de la diminution des liquidités et autres VMP (valeurs mobilières de placement) ;

**Celles des emplois financiers de trésorerie** ; il s'agit soit :

- de l'augmentation des placements de trésorerie (VMP), et des liquidités en caisses et en banques ;

- de la diminution des crédits de trésorerie.

Une variation de T positive dégagée (var FR > var BFR, donc var T > 0) correspond donc à un emploi net de trésorerie pour le poste de trésorerie (la "caisse" a augmenté, et/ou les découverts ont diminué). Et inversement : attention à cette inversion !

Rappelons que selon nous, **les VMP font partie de la trésorerie positive** : ce sont des liquidités placées, néanmoins avec risques (de taux, de défaillance et de marché s'il s'agit d'actions). Ne sachant qu'en faire et ne voulant pas les inclure dans la trésorerie positive, le PCR considère ses variations, rappelons-le encore une fois, comme des variations de BFR hors exploitation.

## \* Tableaux de financement avec CAF ou MBA

On peut prendre dans les Tableaux de financement, en s'éloignant de celui du PCR, soit la CAF, soit la MBA, quelquefois l'autofinancement<sup>1</sup> tout court. Apparaissent ensuite les cessions (en PCEA si l'on a pris la CAF, en VCEAC si l'on a pris la MBA).

En effet, la CAF n'inclut pas les plus- ou moins-values de cession d'actif immobilisés qui se trouve par contre dans les PCEA ; à l'inverse – entre autres différences avec la CAF – la MBA tient compte dans sa définition, dans sa méthode de calcul « à l'endroit », de ces plus- ou moins-values. Du coup, l'on est contraint de prendre au Tableau de financement les cessions en VCEAC.

---

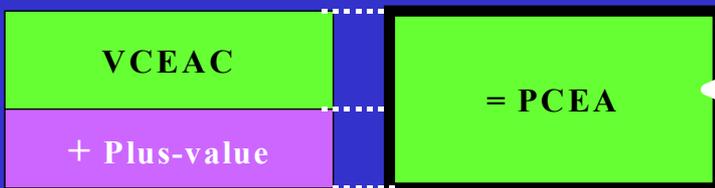
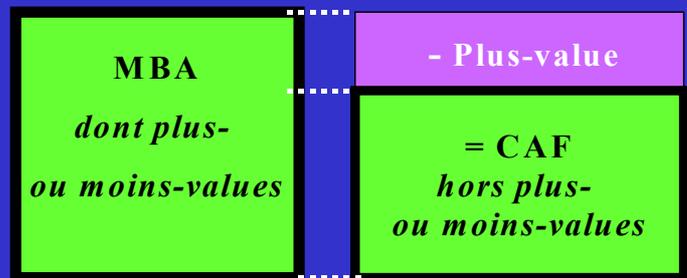
<sup>1</sup> Dans ce cas, les dividendes ou les bénéfices distribués ayant déjà été affectés, on ne les retrouve plus dans les emplois correspondants.

Les plus- ou moins-values de cessions des actifs immobilisés apparaissent comme différence produits - charges. Mais ce ne sont que des *pseudo-flux* de ressources (ou d'emplois en cas de moins-value) car les VCEAC sont évaluées à partir des amortissements cumulés qui ne sont pas des stocks de ressources en cash.



On passe de la MBA à la CAF en enlevant les plus-values (ou en rajoutant les moins-values) ; on passe des cessions en VCEAC en PCEA en rajoutant les plus-values (ou en enlevant les moins-values).

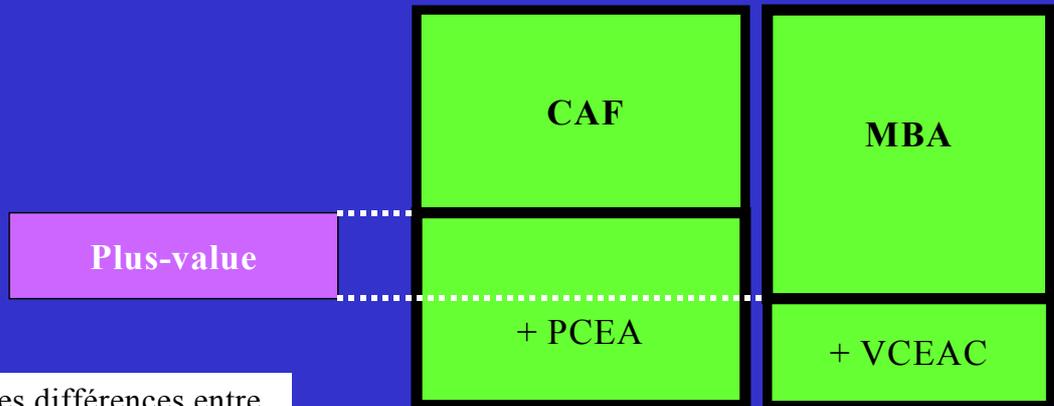
Passage de la MBA à la CAF, en enlevant les plus-values



Passage de la VCEAC au PCEA, en rajoutant les plus-values

Dans les tableaux de flux financiers, le total *CAF + produits de cessions en PCEA (analyse du PCR français)* est donc évidemment égal au total *MBA + produit de cessions en VCEAC (analyse la plus courante en comptabilité anglo-saxonne)*...

La différence\*  $MBA - CAF$  est évidemment égale à  $PCEA - VCEAC$  : c'est la plus-value (ou la moins-value de cession d'actifs immobilisés)



\* Il existe d'autres différences entre la MBA et la CAF

Autant la CAF est bien, comme les PCEA, un véritable flux de cash, tant la MBA que les VCEAC ne sont pas des flux de cash car modifiées par la politique d'amortissement (et de provisions sur actifs immobilisés).

## 12 - les tableaux pluriannuels des flux financiers (TPFF) : analyse d'une logique économique et financière

L'analyse des *Tableaux des flux financiers* prend également en compte des flux, *annuels ou pluriannuels*<sup>1</sup>, mais *sa logique est différente de celle des Tableaux de financement*. Il ne s'agit plus de tenter de percevoir la modification des équilibres financiers mesurés par fonds de roulement, besoins en fonds de roulement et trésorerie, mais d'essayer de mettre au jour<sup>2</sup> :

- en premier lieu<sup>3</sup> le *financement de la croissance*, essentiellement la *politique d'investissement des profits* bruts de l'activité dans le capital économique de l'entreprise ;
- en second lieu la *gestion de l'endettement*, avec les flux de "principal" et d'intérêts ;
- en troisième lieu *l'affectation de l'éventuel surplus monétaire dégagé* aux partenaires de l'entreprise et à des mouvements exceptionnels, et *sa répercussion finale sur la trésorerie (ou les liquidités, ou même les disponibilités, ça dépend...)*.

Plusieurs versions "officielles" de cette analyse ont été présentées, par l'auteur lui-même. Les variantes en sont très nombreuses... et nous avons nos préférences. Mais la structure fondamentale reste la même, heureusement !

### \* Le financement de la croissance économique

La première destination des profits bruts, mesurés par l'excédent brut d'exploitation, l'EBE (ou autres appellations...), est l'investissement. Or il existe fondamentalement deux types d'investissements, en termes de flux, comme il existe deux types de *capital investi*<sup>4</sup> quelquefois également appelé *capitaux mis en œuvre (CMO)*, en termes de stock.

Le capital investi, mesure à l'actif, rappelons-le - à ne pas confondre avec le capital social, ou les capitaux propres, ou les capitaux permanents, qui décrivent au passif l'origine des ressources qui le couvre - le stock de valeur qui permet de fonctionner et de dégager du profit d'exploitation : il s'agit donc des **immobilisations d'exploitation et des BFR d'exploitation**.

Si l'on raisonne en flux d'investissements, les premiers qu'une entreprise doit assurer sont les *investissements dans le cycle économique d'exploitation* (acheter des stocks, faire crédit à ses clients en tentant de les compenser par des crédits accordés par les fournisseurs, etc.). *On parlera d'investissements en capital circulant d'exploitation. On aura reconnu là l'accroissement des besoins en fonds de roulement bruts d'exploitation*<sup>5</sup>. La différence entre l'EBE et la variation des BFR est nommée *Excédent de Trésorerie d'exploitation (ETE)* ; on lui préfère personnellement l'appellation de *Solde de trésorerie d'exploitation*, mais peu importe. Ce solde, rarement négatif il est vrai - mais théoriquement, il peut l'être - renvoie au flux de trésorerie né véritablement des opérations d'exploitation ; c'est en fait l'EBE (ou le

---

<sup>1</sup> Cette analyse n'a en fait de sens que sur plusieurs exercices comptables : un financement peut avoir été pris en fin d'année pour un investissement effectué au début de l'année suivante. Dans ce cas, si les équilibres financiers analysés par le Tableau de financement (*var de FR, BFR et T*) ont bien été modifiés **et sont significatifs**, les soldes du TPFF ne le sont plus du tout pour chaque exercice comptable pris isolément.

<sup>2</sup> On fait référence ici - et encore **de façon très libre**, tant au niveau du vocabulaire qu'à celui des postes exacts pris en compte - à l'une des présentations du TPFF de Geoffroy de Murard, dont la première version date de 1977 (*Le tableau pluriannuel des flux financiers, Revue française de Gestion, janvier 1977*). D'autres versions ont été présentées ; voir C. Hoarau, *Pour une interprétation différente du TPFF, La Revue Banque n° 495, juin 1989*. On fait également référence au vocabulaire de la DAFSA (*Documentation et Analyse financière SA*).

<sup>3</sup> Dans la présentation de Geoffroy de Murard ainsi que dans celle de la DAFSA, ce "premier lieu" est précédé d'une analyse de la formation de l'EBE (appelé Résultat Brut d'Exploitation : il ne tient pas compte des impôts d'exploitation et modifie certaines données, d'où le glissement de vocabulaire. Ce Résultat Brut d'Exploitation correspond en gros au REB (Résultat Economique Brut) de la Centrale des Bilans de la Banque de France ; il est calculé à partir de la production et en passant par la VAB. Cette première partie concerne bien déjà des "flux financiers". Elle fait également apparaître les taux de croissance réels, corrigés de l'inflation.

<sup>4</sup> Voir l'analyse "pool de fonds" du bilan.

<sup>5</sup> On peut, pour simplifier, considérer toutes les variations de BFR, exploitation et hors-exploitation ; mais, en toute rigueur, les autres variations de BFR doivent être rattachées aux flux correspondants : les variations de dettes fournisseurs d'immobilisations aux flux d'investissements en capital fixe par exemple, etc.

REB), qui est bien un "cash flow", un "flux de fric" potentiel d'exploitation, corrigé des décalages de paiement et de stockage, donc corrigé des variations des BFR exploitation.

Les **seconds** sont les **investissements en capital fixe d'exploitation**, ou accroissement de l'actif économique immobilisé brut d'exploitation (incorporel et corporel). **Ils arrivent logiquement dans cette analyse en second lieu** car il faut penser à faire "tourner" l'entreprise avant de penser à augmenter ou à maintenir le potentiel des moyens de production.

Le DAFIC, **Disponible Après Financement Interne de la Croissance** - encore appelé *Solde Économique* par certains auteurs (dont la DAFSA), ou *Solde d'exploitation* par Geoffroy de Murard (dans sa première version), peu importe, encore une fois - est **le STE corrigé des investissements en capital fixe**. On peut également tenir compte des désinvestissements - ce qui n'est pas fait dans les tableaux traditionnels - mais à notre avis seulement s'ils concernent des cessions à caractère technique ; en cas de cessions de "bijoux de famille" pour couvrir des besoins de trésorerie, ils doivent être analysés dans la dernière partie du tableau.

On aura noté que **sont exclus de l'analyse des investissements les investissements financiers** (titres de participation, autres titres immobilisés, créances liées à des participations). **Le TPF original les exclus en opposant en fait croissance interne et croissance externe ; on y reviendra ;**

Le DAFIC résume la réalité du financement de la croissance économique de l'entreprise. On verra dans le dernier point de ce texte la signification du caractère positif ou négatif de ce DAFIC. Il suffit de comprendre pour le moment qu'il représente bien la part du profit brut dégagé après son réinvestissement pour continuer à en dégager... autrement dit la **variation de la trésorerie avant les mouvements concernant l'endettement et son coût et avant les ajustements que l'entreprise peut lui apporter**. C'est l'objet des deux sous-tableaux suivants.

Une variante est proposée par G. de Murard, avec l'**ESO**. **L'Excédent Sur Opérations, l'ESO**, est un gadget à notre avis sans beaucoup d'intérêt, qui permet de "sauter" par-dessus la question de l'évaluation (des variations) des stocks. On sait que ces derniers peuvent être calculés<sup>1</sup> en FIFO, LIFO, CMP, même NIFO (Next In First Out) - avec les contraintes que l'on sait dans la normalisation comptable française - et influencent donc la valeur de la VAB et de l'EBE. Comme l'Excédent de trésorerie d'exploitation, **l'ETE**, corrige l'EBE de la variation des stocks, il est en fait inutile de se casser la tête avec ces questions : il suffit de calculer un EBE (ou REB) hors variation des stocks - c'est l'**ESO** - et de ne tenir compte que des variations des BFR hors variation des stocks pour obtenir l'ETE.

### \* **Les mouvements purement financiers et le solde financier**

Le **solde financier (SF)** (ou *solde externe* selon la première version de Geoffroy de Murard) est le solde des mouvements concernant **à la fois** les prises et remboursements d'emprunts ou prêts<sup>2</sup> (avec ou hors crédits et placements de trésorerie, selon les versions) et les charges et produits financiers correspondants. Il résume les mouvements "purement" financiers. Dans les différentes versions « officielles » du TPF, les impôts sur les bénéfices en faisaient néanmoins partie, avec les dividendes dans la première version.

### \* **Le solde courant, ou solde de gestion (= DAFIC + SF), ses affectations et l'évolution de la trésorerie (ou des liquidités)**

Le **solde de gestion (SG)**, appelé **solde courant** par Geoffroy de Murard) est la somme du Solde Économique, ou DAFIC, et du solde financier SF. Il s'agit du solde de toutes les opérations d'investissement du profit brut, de portefeuille et des mouvements résumés par le solde financier.

Se trouvent également dans cette partie du tableau les autres flux et charges et produits dont il n'a pas été tenu compte plus haut : dividende, participation des salariés, autres produits et charges exploitation ou hors exploitation, dont produits financiers (dont dividendes reçus), produits de cession (en totalité ou simplement les cessions "bijoux de famille"), etc.

**Les investissements hors exploitation (financiers) sont pris en compte à ce niveau dans toutes les**

<sup>1</sup> **FIFO** : First In First Out (en français, rarement utilisé) : PEPS (Premier Entré, Premier Sorti). **LIFO** : Last In first Out (en français, toujours rarement utilisé) : DEPS (Dernier Entré, Premier Sorti). **CMP** : Coût Moyen Pondéré : coût moyen des entrées en stocks : prix de chaque entrée multiplié par le volume correspondant.

<sup>2</sup> Geoffroy de Murard ne tient pas compte des prêts, ni, donc des produits financiers. Il tient compte en revanche des impôts et distributions de dividende. On laisse de côté ici ces finasseries... mais on y reviendra.

**versions proposées.** On oppose ainsi très nettement, *la croissance externe* à la *croissance interne*. Ce qui est critiquable ; mais ce point de vue semble contraint par la construction même du tableau : l'EBE (ou REB ou autre notion de profit brut d'exploitation) finançant seul, dans cette analyse, les investissements d'exploitation. **On peut à la fois lever cette contrainte et l'opposition entre croissance interne et externe ; mais il faudra attendre notre conclusion pour voir comment....**

S'il est négatif, ce solde pourra être équilibré par des produits de cession et/ou des augmentations de capital, pour éviter une chute de la trésorerie. S'il est positif, des dividendes pourront être distribués. Il s'agit donc ici des **ajustements stratégiques que la direction de l'entreprise devra gérer.**

Le tableau boucle sur la variation des liquidités. Nous lui préférons le bouclage sur la variation de la trésorerie nette - comme dans l'optique fonctionnelle horizontale qui nous semble pertinente, malgré les critiques déjà évoquées. Dans ce cas, le SF n'inclut évidemment pas les crédits de trésorerie et les placements.

La **différence entre flux de liquidités et flux de trésorerie nette** peut paraître subtile ; elle est fondamentale, pratiquement et théoriquement. Rappelons-la.

**Pratiquement**, les seconds incluent, contrairement aux premiers : d'un côté, en emplois, les placements de liquidités, en valeurs mobilières de placement, les VMP (considérés par la première analyse comme des investissements "comme les autres") ; de l'autre, en ressources, les emprunts de trésorerie (considérés par la première analyse comme de l'endettement au même titre que l'endettement financier à long terme).

**Théoriquement**, on revient toujours au même problème ; la trésorerie nette est-elle une résultante de FR et BFR ? Si oui, il faut mettre en avant cette notion ; si non, seuls les liquidités ou même les seules disponibilités ont un sens.

On trouvera ci-dessous un exemple de TPF.

## TABLEAU PLURI-ANNUEL DES FLUX FINANCIERS (TPFF)

	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
PRODUIT GLOBAL	699,5	592,5	836,3	974,7	3103,0
- CONS INTERMÉDIAIRES	-318,2	-294,2	-392,7	-447,2	-1452,2
<b>= VALEUR AJOUTÉE BRUTE</b>	<b>381,3</b>	<b>298,3</b>	<b>443,6</b>	<b>527,5</b>	<b>1650,8</b>
Croissance apparente %		-0,2	0,5	0,2	0,4
Inflation (taux fictifs) %		0,1	0,1	0,2	0,3
<b>Croissance réelle %</b>		<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
- Impôts + Subventions d'exploitation	46,0	13,0	-5,0	-5,0	49,0
- Charges de personnel	-250,0	-270,0	-315,0	-315,0	-1150,0
<b>= EBE</b>	<b>177,3</b>	<b>41,3</b>	<b>123,6</b>	<b>207,5</b>	<b>549,8</b>
- Variation BFRE	81,5	-71,7	-273,8	-333,3	-597,2
<b>= EXCEDENT DE TRÉSORERIE D'EXPLOITATION (ETE)</b>	<b>258,8</b>	<b>-30,3</b>	<b>-150,2</b>	<b>-125,8</b>	<b>-47,4</b>
- Investissement d'exploitation	-200,0	-120,0	-50,0	-250,0	-620,0
<i>dont crédit-bail</i>	<i>-100,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-100,0</i>
<b>= DAFIC (Disponible Après Financement Interne de la Croissance)</b>	<b>58,8</b>	<b>-150,3</b>	<b>-200,2</b>	<b>-375,8</b>	<b>-667,5</b>
+ VAR. DES DETTES TOTALES	130,0	5,3	186,4	409,6	731,3
dont nouvel endettement à terme	90,0	0,0	0,0	200,0	290,0
dont financement par crédit-bail	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
dont - remboursement	-60,0	-60,0	-30,0	-30,0	-180,0
dont variation des crédits de trésorerie	0,0	65,3	216,4	239,6	521,3
- intérêts sur endettement	-12,0	-15,0	-34,0	-56,0	-117,0
- Impôt sur les sociétés	-67,7	-46,6	-9,2	-21,5	-145,0
<b>= SOLDE FINANCIER</b>	<b>50,3</b>	<b>-56,3</b>	<b>143,1</b>	<b>332,2</b>	<b>469,3</b>
<b>SOLDE COURANT (DAFIC + SF)</b>	<b>109,2</b>	<b>-206,7</b>	<b>-57,0</b>	<b>-43,6</b>	<b>-198,2</b>
- Distribution de dividendes	-80,0	-75,0	-12,0	-60,0	-227,0
- Var. BFRHE	-12,3	-21,1	-37,4	12,2	-58,5
+ Augmentation de capital	0,0	30,0	100,0	100,0	230,0
+ Produits des cessions	5,0	160,0	0,0	30,0	195,0
+ Produits (+) et charges (-) hors exploitation	11,0	5,9	6,4	6,4	29,7
- Investissements hors exploitation	-9,0	-25,0	0,0	-45,0	-79,0
<b>= VARIATION DES LIQUIDITÉS</b>	<b>23,8</b>	<b>-131,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-108,0</b>
<small>vérification VARIATION BILAN</small>	<small>23,8</small>	<small>-131,8</small>	<small>0,0</small>	<small>0,0</small>	<small>-108,0</small>

On peut en donner une autre version, en reprenant par exemple les **retraitements** de l'analyse du compte de résultat. Quelques modifications ont été apportées ; on vous laisse le soin de trouver lesquelles et leur logique.

**TABLEAU PLURI-ANNUEL DES FLUX FINANCIERS "corrigé"**  
**Avec bouclage sur la variation de la trésorerie nette et non plus des disponibilités**

	1999	2000	PRÉVISIONS		cumul quatre ans
			2001	2002	
<b>PRODUIT GLOBAL CORRIGÉ</b>	726,5	617,5	756,3	878,7	2979,0
Croissance apparente %		-15,0%	22,5%	16,2%	21,0%
Inflation (taux fictifs) %		7,0%	9,0%	15,0%	34,1%
<b>Croissance réelle %</b>		<b>-20,6%</b>	<b>12%</b>	<b>1%</b>	<b>-10%</b>
<b>- CONSOMMAT. INTERMÉDIAIRES CORRIG.</b>	-168,2	-228,2	-270,7	-316,8	-983,8
Croissance apparente %		35,7%	18,6%	17,0%	88,4%
Inflation (taux fictifs) %		7,0%	9,0%	15,0%	34,1%
<b>Croissance réelle %</b>		<b>26,8%</b>	<b>9%</b>	<b>2%</b>	<b>40%</b>
<b>= VALEUR AJOUTÉE BRUTE CORRIGÉE</b>	<b>558,3</b>	<b>389,0</b>	<b>486,0</b>	<b>562,2</b>	<b>1995,6</b>
Croissance apparente %		-30,3%	24,9%	15,7%	0,7%
Inflation (taux fictifs) %		7,0%	9,0%	15,0%	34,1%
<b>Croissance réelle %</b>		<b>-34,9%</b>	<b>15%</b>	<b>1%</b>	<b>-25%</b>
<b>- Charges de personnel corrigées</b>	<b>-316,0</b>	<b>-298,0</b>	<b>-322,0</b>	<b>-323,4</b>	<b>-1259,4</b>
Croissance apparente %		-5,7%	8,1%	0,4%	2,3%
Inflation (taux fictifs) %		7,0%	9,0%	15,0%	34,1%
<b>Croissance réelle %</b>		<b>-11,9%</b>	<b>-1%</b>	<b>-13%</b>	<b>-24%</b>
<b>= RÉSULTAT ÉCONOMIQUE BRUT</b>	<b>242,3</b>	<b>91,0</b>	<b>164,0</b>	<b>238,8</b>	<b>736,2</b>
Croissance apparente %		-62,4%	80,1%	45,6%	-1,4%
Inflation (taux fictifs) %		7,0%	9,0%	15,0%	34,1%
<b>Croissance réelle %</b>		<b>-64,9%</b>	<b>65%</b>	<b>27%</b>	<b>-27%</b>
<b>- VARIATION BFRÉ</b>	81,5	-71,7	-273,8	-333,3	-597,2
<b>= ETE corrigé</b>	<b>323,8</b>	<b>19,4</b>	<b>-109,7</b>	<b>-94,5</b>	<b>139,0</b>
<b>+Produits des cessions courantes (1)</b>	<b>3,0</b>	<b>96,0</b>	<b>0,0</b>	<b>18,0</b>	<b>117,0</b>
- Investissement d'exploitation <i>dont crédit-bail</i>	-200,0 <i>-100,0</i>	-120,0 <i>0,0</i>	-50,0 <i>0,0</i>	-250,0 <i>0,0</i>	-620,0 <i>-100,0</i>
<b>-Investissements hors exploitation</b>	<b>-9,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-45,0</b>	<b>-79,0</b>
<b>= DAFIC corrigé</b>	<b>117,8</b>	<b>-29,6</b>	<b>-159,7</b>	<b>-371,5</b>	<b>-443,0</b>
+Var DETTES hors crédits de trésorerie <i>dont nouvel endettement à terme</i> <i>dont financement par crédit-bail</i> <i>dont - remboursement</i>	130,0 <i>90,0</i> <i>100,0</i> <i>-60,0</i>	-60,0 <i>0,0</i> <i>0,0</i> <i>-60,0</i>	-30,0 <i>0,0</i> <i>0,0</i> <i>-30,0</i>	170,0 <i>200,0</i> <i>0,0</i> <i>-30,0</i>	210,0 <i>290,0</i> <i>100,0</i> <i>-180,0</i>
- intérêts sur endettement	-12,0	-15,0	-34,0	-56,0	-117,0
<b>= SOLDE FINANCIER corrigé</b>	<b>118,0</b>	<b>-75,0</b>	<b>-64,0</b>	<b>114,0</b>	<b>93,0</b>
<b>SOLDE COURANT corrigé (DAFIC+S F corrigés)</b>	<b>235,8</b>	<b>-104,6</b>	<b>-223,7</b>	<b>-257,5</b>	<b>-350,0</b>
<b>-Impôt sur les sociétés</b>	<b>-67,7</b>	<b>-46,6</b>	<b>-9,2</b>	<b>-21,5</b>	<b>-145,0</b>
- Distribution de dividendes	-80,0	-75,0	-12,0	-60,0	-227,0
- Var. BFRHE	-12,3	-21,1	-37,4	12,2	-58,5
+ Augmentation de capital	0,0	30,0	100,0	100,0	230,0
+ Produits (+) et charges (-) hors expl.	-54,0	-44,1	-33,6	-24,6	-156,3
<b>+ Prod. des cessions pour financement (1)</b>	<b>2,0</b>	<b>64,0</b>	<b>0,0</b>	<b>12,0</b>	<b>78,0</b>

## \* Éléments de développement et de critique

Ils sont tous les deux très complexes ; nous n'en présenterons que des brides.

Pour ce qui est des **développements**, l'analyse des soldes du TPF<sup>1</sup> peut, **sous certaines hypothèses** que nous ne pouvons aborder ici<sup>1</sup>, mettre en relation le **taux de croissance en volume** de l'activité, mesurée par celui de la VAB déflatée, **et la rentabilité**. Si l'on se cantonne à la **rentabilité économique brute**, on peut en effet écrire, en notant **I** l'investissement total en capital circulant et fixe et **CI** le capital investi<sup>2</sup> :

$$EBE - I = DAFIC$$

$$EBE = I + DAFIC$$

$$EBE / CI = I / CI + DAFIC / CI$$

Si l'on suppose<sup>3</sup> que la **productivité apparente**<sup>4</sup> **du capital**, c'est-à-dire le rapport VAB / CI (ou son inverse, le rapport CI / VAB, le **coefficient de capital**) est relativement stable et que le taux de croissance en volume de la VAB est de **c**, le taux de croissance du CI doit donc être égal au taux de croissance de la VAB ; on a ainsi :

$$I / CI = c$$

En notant **re** la rentabilité économique ( $re = EBE / CI$ ), il vient :

$$re = c + DAFIC / CI$$

Cela signifie, **dans ces hypothèses**, que la rentabilité économique est fonction à la fois de la dynamique de croissance de l'entreprise et de sa capacité à générer du surplus non investi. De plus, à long terme, si les surplus de DAFIC dégagés par certaines activités sont réinvestis dans d'autres activités<sup>5</sup>, on a, avec un DAFIC global tendant donc vers zéro :

$$re \rightarrow c$$

La rentabilité se calant, "à l'équilibre" sur le taux de croissance est une théorie que l'on retrouve en macro-économie pour ce qui concerne le taux d'intérêt.

Pour ce qui est des **principales critiques**, elles tournent autour de ce qui suit.

G. de Murard estime que la croissance économiquement et financièrement équilibrée de l'entreprise correspond au **couple DAFIC légèrement négatif et Solde Financier légèrement positif, avec ainsi un solde de gestion proche de zéro**. Ce point de vue ainsi que toute l'analyse qui le fonde a été très fortement critiquée. En particulier les **"flux normés"** (c'est-à-dire correspondants à une trajectoire de croissance mesurée par le taux de croissance de la VAB) du modèle de croissance équilibrée que promeut ce TPF<sup>1</sup>, entraîne un endettement structurel et suppose acquise l'hypothèse de la théorie dite des **"fonctions de production à générations d'équipement"** ; sans parler - au risque de radoter - de la non prise en compte de la croissance externe. Cette croissance externe est tout à fait négligée, l'équilibre éventuel "de croisière" entre les dividendes et autres produits financiers reçus et les investissements en participation - en gros l'équivalent de l'équilibre STE / Investissements d'exploitation - n'est pas mis en relief.

On remarquera que ces critiques renvoient souvent, "en douce", à la critique de la théorie keynésienne :

- d'une part, l'utilisation d'une **fonction de production à facteurs travail et capital complémentaires, non substituables** à court terme (**versus théorie libérale de la substitution des**

<sup>1</sup> Voir C. Hoarau, op. cit.

<sup>2</sup> CI doit être **réévalué** aux prix de la période pour que le rapport I / CI soit bien une croissance en volume, non biaisée par les variations de prix.

<sup>3</sup> C'est là que les problèmes commencent, voir un peu plus loin.

<sup>4</sup> "Apparente", car le travail est aussi productif, sans parler du progrès technique, etc.

<sup>5</sup> Voir le dernier point de ce texte.

**facteurs de production) ;**

- d'autre part, **"économie d'endettement" par crédit intermédié par les banques (versus "économie de marché de capitaux" libérale).**

L'« économie d'endettement », ou « overdraft economics » : économie de découvert bancaire) est, on l'a vu, source de création monétaire, donc, selon les monétaristes et les adeptes de la « théorie quantitative de la monnaie » source d'inflation : la relance keynésienne par une politique monétaire expansionniste due aux crédits bancaires à court terme serait donc la source principale des dérèglements économiques de la fin des *Trente Glorieuses*. L'« économie de marché de capitaux », avec financement directe sur les « fameux » marchés (... de capitaux), correspondant parfaitement à la « pensée unique » libérale, est censée résoudre ce grave dysfonctionnement.

Enfin, la technique du TPF **ignore le marché théoriquement parfait (au sens néoclassique) du capital** ; autrement dit : une entreprise n'investit pas "automatiquement" son EBE dans son activité propre : elle peut le placer (plus exactement placer sa CAF) sur le marché financier ou l'investir ailleurs (par croissance externe par exemple) ; une entreprise peut financer ses investissements soit par endettement long terme, soit par augmentation de capital, soit, si les taux courts sont très faibles, par des crédits de trésorerie renouvelés, ce qui est néanmoins très risqué en termes de liquidité ou solvabilité.

Il n'existe donc aucune raison théorique, selon les détracteurs de cette analyse, à la **pré-affectation des flux financiers** selon les trois parties présentées plus haut. On remarquera quand même que l'analyse du TPF renvoie dans ses principes à l'analyse pool de fonds qui pré-affecte également les flux en opposant l'exploitation et le financier. Certains des plus farouches détracteurs de l'analyse du TPF, G. Chareaux singulièrement, qui propose justement – voir un peu plus loin – l'analyse des flux de type pool de fonds, insistent sur cette critique. G. de Murard fut même accusé de développer une analyse d'inspiration marxiste, ce qui est encore plus mal vue que de flirter avec l'analyse keynésienne !

## 13 - Le Tableau des Flux de Trésorerie (TFT)

Ce tableau est d'inspiration fortement américaine, il est en fait souvent le seul présenté dans les rapports annuels des grands groupes industriels avec comptes consolidés ; il est en effet explicitement adapté aux consolidations. Il a été adopté par l'Ordre des experts comptables français (Ordre des Experts Comptables et Comptables Agréés, l'OECCA) dans sa recommandation n°1.22 de 1988, on l'a déjà mentionné. Il est très axé sur les **flux de liquidités**. Sa logique est la suivante ; elle articule trois soldes fondamentaux selon sa présentation traditionnelle anglo-saxonne ou de l'OECCA. Nous présenterons nos corrections au point 2 suivant.

### \* Les flux de trésorerie d'exploitation

Les **flux de trésorerie d'exploitation** mesurent les flux de liquidités nés de l'exploitation **mais aussi des produits et charges financières**. La traduction française de "*Cash Flows From Operating Activities*" est en fait incorrecte : **flux de trésorerie opérationnels ou d'activité** serait plus correct. Et encore, le terme "Operating" reste impropre : le Résultat Opérationnel, le RO (en anglais "Operating Income") ne concerne que le résultat d'exploitation au sens strict, hors résultat financier.

Les **flux de trésorerie d'exploitation** sont :

- la **Capacité d'autofinancement**, plus ou moins "orthodoxe" du Plan Comptable Révisé (PCR) français de 1982<sup>1</sup>,

- corrigée des **variations du Besoin en Fonds de Roulement, le BFR** (variation des stocks, des créances clients et divers, moins variation des crédits fournisseurs et divers)<sup>2</sup>.

### \* Les flux de trésorerie d'investissement

Les **flux de trésorerie d'investissement** ("*Cash Flows From Investing Activities*") indiquent le niveau des investissements (**dont en VMP**) nets des cessions.

NB : La comparaison de ces deux flux donne un premier solde que nous calculons mais qui n'est pas mis en lumière dans les présentations habituelles : la **capacité ou besoin de financement, C(B)F disponible en trésorerie**<sup>3</sup>.

### \* Les flux de trésorerie de financement (externe<sup>4</sup>)

Les **flux de trésorerie de financement (externe)**, ou "*Cash Flows From Financing Activities*", correspondent aux apports en capitaux propres, nets des dividendes versés, et aux emprunt net des remboursements - **dont les crédits de trésorerie** dans l'analyse la plus courante qui boucle sur la variation des liquidités. Ces flux couvrent ou non le premier solde ; il en découle le second solde (après

<sup>1</sup> Soit, dans les présentations d'origine américaine, calculé à partir de la MBA moins les plus-values de cession d'actifs immobilisés, soit à partir de sa définition "à l'envers" (Résultat + dotations, etc.), soit enfin à partir de l'EBE ou du REB. C'est notre présentation favorite ; on a expliqué pourquoi. Le tableau de l'OECCA donne deux options : l'option 1 – comme par hasard la première ! – à partir du résultat net ; l'option 2 à partir de l'EBE. **Il ne s'agit pas exactement de la CAF** car ne sont pas prises les variations de stocks dans l'option 2, et ces dernières sont réintégrées dans l'option 1. On retrouve l'idée mentionnée plus haut de l'ESO qui saute par-dessus le problème de l'évaluation des stocks, donc de ses variations. Du coup, ce n'est pas la variation des BFR qui corrige la CAF hors variation des stocks, mais l' « incidence des décalages de trésorerie sur opérations d'exploitation », c'est-à-dire la variation du BFR hors variation des stocks. Ces finasseries bien françaises n'apparaissent pas dans les modèles anglo-saxons.

De plus l'ambiguïté concernant l' « exploitation » est totale. Le tableau de l'OECCA mentionne dans l'option 2 l'élimination à partir de l'EBE des « autres charges et produits liés à l'exploitation et susceptibles d'entraîner une variation de trésorerie », **alors qu'il faut également éliminer les charges et produits financiers et exceptionnels décaissés ou encaissés pour obtenir la CAF (hors variation de stocks)**.

<sup>2</sup> On prend en général la variation des BFR totaux ; en fait la variation des BFR renvoyant aux corrections de flux d'investissement ou de financement devrait donner lieu à correction des flux correspondants.

<sup>3</sup> Après stockage et autres variations de BFR. Cette capacité ou besoin de financement est donc différente du solde de même nom de la comptabilité nationale : c'est la **C(B)F disponible en trésorerie**.

<sup>4</sup> Nous rajoutons « externe » ; tout simplement car le TFT a déjà analysé d'autres flux de financement : la CAF ou l'autofinancement disponible en trésorerie, tout simplement le flux de trésorerie d'exploitation qui est un financement « interne » !

incidence des variations de taux de change) : *la variation des liquidités* , c'est-à-dire les disponibilités et dépôts à court terme ("*Cash<sup>1</sup> and Cash equivalents*").

Le TFT apparaît donc en général sous la forme qui suit :

### TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE (TFT ANGLO-SAXON REPRIS PAR L'OECCA (1988))

	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
= CAF	108,7	-14,4	86,7	136,5	317,5
- Variation des BFR	69,2	-92,7	-311,1	-321,1	-655,8
<b>= FLUX DE TRESORERIE D'EXPLOITATION (FTE) <i>EN FAIT "D'ACTIVITE" (FTA)</i></b>	<b>177,8</b>	<b>-107,1</b>	<b>-224,4</b>	<b>-184,6</b>	<b>-338,3</b>
- Total investissements	-209,0	-145,0	-50,0	-295,0	-699,0
<i>dont Inves. corp. hors Crédit-Bail</i>	<i>-100,0</i>	<i>-120,0</i>	<i>-50,0</i>	<i>-250,0</i>	<i>-520,0</i>
<i>dont investissements en crédit-bail</i>	<i>-100,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-100,0</i>
<i>dont Investissements financiers</i>	<i>-9,0</i>	<i>-25,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-45,0</i>	<i>-79,0</i>
+ Produits des cessions d'actifs	5,0	160,0	0,0	30,0	195,0
<b>= - FLUX DE TRESORERIE D'INVESTISSEMENTS (FTI)</b>	<b>-204,0</b>	<b>15,0</b>	<b>-50,0</b>	<b>-265,0</b>	<b>-504,0</b>
+ augmentation de capital	0,0	30,0	100,0	100,0	230,0
- dividendes	-80,0	-75,0	-12,0	-60,0	-227,0
+ emprunts à terme	90,0	0,0	0,0	200,0	290,0
+ financement en crédit-bail	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
- remboursements	-60,0	-60,0	-30,0	-30,0	-180,0
+ variation des crédits de trésorerie	0,0	65,3	216,4	239,6	521,3
<b>= FLUX DE TRESORERIE DE FINANCEMENT (FTF)</b>	<b>50,0</b>	<b>-39,7</b>	<b>274,4</b>	<b>449,6</b>	<b>734,3</b>
<b>VARIATION GLOBALE DES LIQUIDITÉS = FTE - FTI + FTF</b>	<b>23,8</b>	<b>-131,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-108,0</b>
<i>Vérification</i>	<i>23,8</i>	<i>-131,8</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-108,0</i>
Liquidités à l'ouverture	108,0	131,8	0,0	0,0	108,0
Liquidités à la clôture	131,8	0,0	0,0	0,0	0,0

#### \* Une variante du TFT.

Nous proposons les trois changements suivants.

- **Les flux de trésorerie d'exploitation deviennent l'épargne disponible en trésorerie.** On propose de tenir compte ici du dividende versé dans notre version corrigée ; on tombe alors **sur l'épargne disponible en trésorerie.**

- **Les flux de trésorerie d'investissement deviennent les investissements en capital fixe nets des désinvestissements.** Dans notre version corrigée, on ne tient pas compte des placements de trésorerie.

- **Les flux de trésorerie de financement (externe) deviennent le financement stable net, hors dividendes.** Il ne comprend pas les crédits de trésorerie, dans l'analyse qui veut boucler sur les variations de la trésorerie nette.

On peut ainsi obtenir, avec les mêmes données que ci-dessus, la tableau suivant :

<sup>1</sup> "Cash" en anglo-américain signifie liquidité, comme en français.

## TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE OECCA "corrigé": UNE PROPOSITION

	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
= CAF	108,7	-14,4	86,7	136,5	317,5
- Dividendes	-80,0	-75,0	-12,0	-60,0	-227,0
<b>= AUTOFINANCEMENT</b>	<b>28,7</b>	<b>-89,4</b>	<b>74,7</b>	<b>76,5</b>	<b>90,5</b>
- Var. BFR	69,2	-92,7	-311,1	-321,1	-655,8
<b>= EPARGNE OU AUTOFINANCEMENT, DISPONIBLE EN TRÉSORERIE (EDT)</b>	<b>97,8</b>	<b>-182,1</b>	<b>-236,4</b>	<b>-244,6</b>	<b>-565,3</b>
- Total investissements	-209,0	-145,0	-50,0	-295,0	-699,0
<i>dont Inves. corporels hors C-B</i>	<i>-100,0</i>	<i>-120,0</i>	<i>-50,0</i>	<i>-250,0</i>	<i>-520,0</i>
<i>dont investissements en crédit-bail</i>	<i>-100,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-100,0</i>
<i>dont Investissements financiers</i>	<i>-9,0</i>	<i>-25,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-45,0</i>	<i>-79,0</i>
+ Produits des cessions d'actifs	5,0	160,0	0,0	30,0	195,0
<b>= - INVESTISSEMENTS EN CAPITAL FIXE NETS DE DESINVESTISSEMENTS (ICF)</b>	<b>-204,0</b>	<b>15,0</b>	<b>-50,0</b>	<b>-265,0</b>	<b>-504,0</b>
<b>CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT DISPONIBLE EN TRÉSORERIE (C(B)FDT) = EDT - ICF</b>	<b>-106,2</b>	<b>-167,1</b>	<b>-286,4</b>	<b>-509,6</b>	<b>-1069,3</b>
+ augmentation de capital	0,0	30,0	100,0	100,0	
+ emprunts à terme	90,0	0,0	0,0	200,0	290,0
+ financement en crédit-bail	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
- remboursements	-60,0	-60,0	-30,0	-30,0	-180,0
<b>= FINANCEMENT STABLE NET (FSN)</b>	<b>130,0</b>	<b>-30,0</b>	<b>70,0</b>	<b>270,0</b>	<b>440,0</b>
<b>VARIATION DE LA TRÉSORERIE NETTE = C(B)F + FSN</b>	<b>23,8</b>	<b>-197,1</b>	<b>-216,4</b>	<b>-239,6</b>	<b>-629,3</b>
<i>Vérification bilans</i>	<i>23,8</i>	<i>-197,1</i>	<i>-216,4</i>	<i>-239,6</i>	
Trésorerie nette à l'ouverture	108,0	131,8	-65,3	-281,7	108,0
Trésorerie nette à la clôture	131,8	-65,3	-281,7	-521,3	-521,3

## 2 - les autres tableaux de flux financiers ou de flux de trésorerie

### 21 - Les tableaux de flux "pools de fonds"

On trouvera dans les manuels et dans nos exercices et présentations sur Excel, la présentation "pool de fonds" tirée de G. Charreaux<sup>1</sup> qui renvoie à l'analyse équivalente en statique. On en donne ici quelques illustrations.

On distingue les flux sur actifs industriels et commerciaux (ou flux sur portefeuille d'actifs exploitation) des flux sur actifs financiers (ou flux sur portefeuille d'actifs hors exploitation) d'un côté<sup>2</sup> ; les flux de ressources propres des flux d'endettement de l'autre.

On propose par exemple le cas du traitement suivant avec cette méthode :

**TABLEAU DE FLUX "POOL DE FONDS" "traditionnel" (D'après le "tableau de financement" de Gérard CHARREAUX, (1991))**

	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
<b>EBE</b>	<b>177,3</b>	<b>41,3</b>	<b>123,6</b>	<b>207,5</b>	<b>549,8</b>
- IS à endettement nul	-68,9	-48,1	-12,6	-27,1	-156,7
<i>dont - IS effectif</i>	-67,7	-46,6	-9,2	-21,5	-145,0
<i>dont - économie fiscale due à l'endettement</i>	-1,2	-1,5	-3,4	-5,6	-11,7
+ Produits des cessions d'exploitation	5,0	160,0	0,0	30,0	195,0
- Variation BFRE	81,5	-71,7	-273,8	-333,3	-597,2
- investissements d'exploitation	-200,0	-120,0	-50,0	-250,0	-620,0
<i>dont investissements en crédit-bail</i>	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
+ dotation aux amortissement du crédit-bail	20,0	20,0	20,0	20,0	80,0
<b>Flux sur portefeuille d'actifs exploitation</b>	<b>15,0</b>	<b>-18,4</b>	<b>-192,8</b>	<b>-352,8</b>	<b>-549,1</b>
+ produits et charges hors exploitation	11,0	5,9	6,4	6,4	29,7
- investissements hors exploitation	-9,0	-25,0	0,0	-45,0	-79,0
- Var. Liquidités	-23,8	131,8	0,0	0,0	108,0
+ cessions titres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Var. BFRHE	-12,3	-21,1	-37,4	12,2	-58,5
<b>Flux sur portefeuille d'actifs hors exploitation</b>	<b>-34,2</b>	<b>91,7</b>	<b>-31,0</b>	<b>-26,4</b>	<b>0,2</b>
<b>FLUX SUR PORTEFEUILLE D'ACTIFS</b>	<b>-19,2</b>	<b>73,2</b>	<b>-223,8</b>	<b>-379,2</b>	<b>0,0</b>
+ augmentation de capital	0,0	30,0	100,0	100,0	230,0
- Distribution de dividendes	-80,0	-75,0	-12,0	-60,0	-227,0
<b>Flux sur ressources propres</b>	<b>-80,0</b>	<b>-45,0</b>	<b>88,0</b>	<b>40,0</b>	<b>3,0</b>
- intérêts sur endettement	-12,0	-15,0	-34,0	-56,0	-117,0
- remboursement dettes financières	-60,0	-60,0	-30,0	-30,0	-180,0
- remboursement dette crédit-bail	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-80,0
+ emprunts (hors crédit-bail)	90,0	0,0	0,0	200,0	290,0
+ financement en crédit-bail	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
+ Var. concours de trésorerie	0,0	65,3	216,4	239,6	521,3
+ économie fiscale due à l'endettement	1,2	1,5	3,4	5,6	11,7
<b>Flux sur endettement</b>	<b>99,2</b>	<b>-28,2</b>	<b>135,8</b>	<b>339,2</b>	<b>546,0</b>
<b>FLUX SUR PORTEFEUILLE DE RESSOURCES</b>	<b>19,2</b>	<b>-73,2</b>	<b>223,8</b>	<b>379,2</b>	<b>549,0</b>

<sup>1</sup> Voir B. Colasse, op. Cit. pp. 207 et suivantes pour plus de détails.

<sup>2</sup> La présentation est "en ligne", mais elle peut être effectuée "en colonne", avec emplois "à gauche" et ressources "à droite".

Cette présentation n'est pas d'une grande clarté ; elle ne fait pas apparaître de solde, ou d'écart entre les deux types d'équilibre.

De toute façon, ces soldes ne correspondent pas aux variations des postes de bilans. Par exemple (on pourra vérifier avec le cas XLSA) :

**SOLDES SIGNIFICATIFS**

**Mais ne correspondants pas aux variationx des Bilans.**

	1999	2000	PRÉVISIONS		cumul quatre ans
			2001	2002	
FLUX SUR PORTEFEUILLE DE RESSOURCES EXPLOITATION	-80,0	-45,0	88,0	40,0	3,0
FLUX SUR PORTEFEUILLE D'ACTIFS D'EXPLOITATION	15,0	-18,4	-192,8	-352,8	-549,1
<b>Ecart</b>	<b>-65,0</b>	<b>-63,4</b>	<b>-104,8</b>	<b>-312,8</b>	<b>-546,1</b>
FLUX SUR PORTEFEUILLE DE RESSOURCES HORS EXPLOITATION	99,2	-28,2	135,8	339,2	546,0
FLUX SUR PORTEFEUILLE D'ACTIFS HORS EXPLOITATION	-34,2	91,7	-31,0	-26,4	0,2
<b>Ecart</b>	<b>65,0</b>	<b>63,5</b>	<b>104,8</b>	<b>312,8</b>	<b>546,1</b>

On lui préfère une présentation correspondant à celle du bilan pool de fonds proposé au dossier correspondant. En fait, cette absence de solde n'est pas, à notre avis, le simple fruit du hasard : l'analyse pool de fonds, en statique comme en dynamique, refuse la pré-affectation des flux... même si elle en propose une ! Son fondement est de considérer une « **économie de marchés de capitaux** » où la seule distinction est le couple « **interne** » et « **externe** » :

- en emplois « internes » (investissements en BFR et en capital fixe) et « externes » (participations financières, placements de trésorerie et disponibilités) ;
- en ressources « internes » (profit d'autofinancement et apports en capitaux propres) et « externes » (endettement, stable ou de trésorerie).

La correspondance entre croissances interne et externe nous semble assez évidente avec celle de la logique pool de fonds. On comprend ainsi mieux les critiques acerbes de ses partisans envers le TPF qui correspond plus au point de vue keynésien de l'«**économie d'endettement**» intermédiée par le crédit bancaire. **En caricaturant un peu : Le TPF serait « interventionniste » keynésien et le tableau « pool de fonds » libéral.**

L'exemple suivant illustre la présentation :

**TABLEAU DE FLUX "POOL DE FONDS" "corrigé" (SELON LA PRÉSENTATION DU BILAN "POOL DE FONDS" SCHEMATIQUE "corrigé" par P. CASTEX)**

	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
<b>RBE</b>	<b>242,3</b>	<b>91,3</b>	<b>163,6</b>	<b>238,5</b>	<b>735,8</b>
- IS à endettement et assimilé nul	-74,3	-52,5	-16,0	-29,5	-172,3
<i>dont - IS effectif</i>	-67,7	-46,6	-9,2	-21,5	-145,0
<i>dont - économie fiscale due à l'endettement et assimilé</i>	-6,6	-5,9	-6,8	-8,1	-27,3
+Produits des cessions d'exploitation	5,0	160,0	0,0	30,0	-961,3
+ augmentation de capital	0,0	30,0	100,0	100,0	230,0
- Distribution de dividendes	-80,0	-75,0	-12,0	-60,0	-227,0
<b>= FLUX DE RESSOURCES PROPRES CORRIGÉES (RPC)</b>	<b>93,1</b>	<b>153,8</b>	<b>235,6</b>	<b>279,0</b>	<b>761,4</b>
- Immobilisations d'exploitation	-200,0	-120,0	-50,0	-250,0	-620,0
<i>dont investissements en crédit-bail</i>	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
+ dotation aux amortissement du crédit-bail	20,0	20,0	20,0	20,0	80,0
- BFR exploitation	81,5	-71,7	-273,8	-333,3	564,6
<b>= - FLUX DE CAPITAL ECONOMIQUE (CE)</b>	<b>-98,5</b>	<b>-171,7</b>	<b>-303,8</b>	<b>-563,3</b>	<b>-55,4</b>
<b>FLUX D'EXCÉDENT(+) OU DE DÉFICIT(-) DE RP (RPC-CE)</b>	<b>-5,4</b>	<b>-17,9</b>	<b>-68,2</b>	<b>-284,3</b>	<b>816,8</b>
<i>Vérification variations au bilan pool de fond "corrigé"</i>	-5,4	-17,9	-68,2	-284,3	
- intérêts sur endettement	-12,0	-15,0	-34,0	-56,0	-117,0
- remboursement dettes financières	-60,0	-60,0	-30,0	-30,0	-180,0
- remboursement dette crédit-bail	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-80,0
+ emprunts (hors crédit-bail)	90,0	0,0	0,0	200,0	290,0
+ financement en crédit-bail	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
+ variation des concours de trésorerie	0,0	65,3	216,4	239,6	521,3
+ économie fiscale due à l'endettement et assimilé	6,6	5,9	6,8	8,1	27,3
<i>dont Economie d'impôt due à l'endet.</i>	1,2	1,5	3,4	5,6	11,7
<i>dont Economie d'impôt due aux coûts nets hors exploitation</i>	5,4	4,4	3,4	2,5	15,6
<b>= + FLUX DE RESSOURCES EMPRUNTÉES ET HORS EXPLOITATION (REHE)</b>	<b>104,6</b>	<b>-23,8</b>	<b>139,1</b>	<b>341,7</b>	<b>561,6</b>
+ produits et charges hors exploitation	-54,0	-44,1	-33,6	-24,6	-156,3
- investissements hors exploitation	-9,0	-25,0	0,0	-45,0	-79,0
- Variation des Liquidités	-23,8	131,8	0,0	0,0	108,0
+ cessions titres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- variation BFRHE	-12,3	-21,1	-37,4	12,2	-58,5
<b>= - FLUX D'EMPLOIS FINANCIERS CORRIGES (EFC)</b>	<b>-99,2</b>	<b>41,7</b>	<b>-71,0</b>	<b>-57,4</b>	<b>-185,8</b>
<b>FLUX D'EXCÉDENT(+) OU DE DÉFICIT(-) DE REHE (REHE-EFC)</b>	<b>5,4</b>	<b>17,9</b>	<b>68,2</b>	<b>284,3</b>	<b>375,8</b>
<i>Vérification variations au bilan pool de fond "corrigé"</i>	5,4	17,9	68,2	284,3	

Le tableau de flux « pools de fonds » présente, **au simple niveau technique, un inconvénient majeur** : il ne peut pas coller avec l'analyse des bilans pool de fonds. Ce sont ces derniers qui sont biaisés ; en effet, les ressources propres du bilan pools de fonds tiennent compte **des résultats nets conservés** (réserves et résultat de l'année moins dividende à verser) **qui ont été modifiés par tous les produits et charges hors exploitation, en particulier financiers**. Cet aspect, assez élémentaire au simple niveau technique, est rarement mis en relief. On oppose ainsi souvent les tableaux de flux analysant les variations bilantielles (Tableau de financement fonctionnel horizontal et patrimonial – en gros celui du PCR 1982), aux tableaux de flux de trésorerie, ou de variation d'encaisse, qui, par construction, ne

peuvent correspondre aux variations des bilans (la plupart des autres tableaux de flux, dont le TPF et le tableau pool de fonds). On peut corriger ces bilans – ce qui a été fait pour obtenir le tableau de flux ci-dessus - mais les corrections obligent à sommer à partir d'une année de base les charges financières et hors exploitation nettes de produits, corrigées de l'impôt sur les bénéfices. La notion de bilan pools de fonds – il en serait de même pour un bilan construit sur la logique des flux de G. de Murard - devient ainsi assez farfelue.

On peut effectuer le même type de corrections selon la présentation de Charreaux ; on retombe alors sur les variations des postes du bilan. En voici un exemple :

**TABLEAU DE FLUX "POOLS DE FONDS" "corrige" (D'après le "tableau de financement" de Gérard CHARREAUX, corrigé, 1991)**

	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
RBE	242,3	91,3	163,6	238,5	735,8
- IS à endettement et assimilé nul	-74,3	-52,5	-16,0	-29,5	-172,3
<i>dont - IS effectif</i>	-67,7	-46,6	-9,2	-21,5	-145,0
<i>dont - économie fiscale due à l'endettement et assimilé</i>	-6,6	-5,9	-6,8	-8,1	-27,3
<i>dont -Econ. d'impôt due à l'endet.</i>	-1,2	-1,5	-3,4	-5,6	-11,7
<i>dont -Economie d'impôt due aux coûts nets hors exploitation</i>	-5,4	-4,4	-3,4	-2,5	-15,6
+ Produits des cessions d'exploitation	5,0	160,0	0,0	30,0	195,0
- Variation BFRE	81,5	-71,7	-273,8	-333,3	-597,2
- investissements productifs	-200,0	-120,0	-50,0	-250,0	-620,0
<i>dont investissements en crédit-bail</i>	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
+ dotation aux amortissement du crédit-bail	20,0	20,0	20,0	20,0	80,0
<b>Flux sur portefeuille d'actifs exploitation</b>	<b>74,6</b>	<b>27,1</b>	<b>-156,2</b>	<b>-324,3</b>	<b>-378,8</b>
+ produits et charges hors exploitation	-54,0	-44,1	-33,6	-24,6	-156,3
- investissements hors exploitation	-9,0	-25,0	0,0	-45,0	-79,0
- Var. Liquidités	-23,8	131,8	0,0	0,0	108,0
+ cessions titres					
- Variation BFHE	-12,3	-21,1	-37,4	12,2	-58,5
<b>Flux sur portefeuille d'actifs hors exploitation</b>	<b>-99,2</b>	<b>41,7</b>	<b>-71,0</b>	<b>-57,4</b>	<b>-185,8</b>
<b>FLUX SUR PORTEFEUILLE D'ACTIFS</b>	<b>-24,6</b>	<b>68,8</b>	<b>-227,1</b>	<b>-381,7</b>	<b>-564,6</b>
+ augmentation de capital	0,0	30,0	100,0	100,0	230,0
- Distribution de dividendes	-80,0	-75,0	-12,0	-60,0	-227,0
<b>Flux sur ressources propres</b>	<b>-80,0</b>	<b>-45,0</b>	<b>88,0</b>	<b>40,0</b>	<b>3,0</b>
					0,0
- intérêts sur endettement	-12,0	-15,0	-34,0	-56,0	-117,0
- remboursement dettes financières	-60,0	-60,0	-30,0	-30,0	-180,0
+ emprunts (hors crédit-bail)	90,0	0,0	0,0	200,0	290,0
- remboursement dette crédit-bail	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-80,0
+ financement en crédit-bail	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
+ var. concours de trésorerie	0,0	65,3	216,4	239,6	521,3
+ économie fiscale due à l'endettement et assimilé	6,6	5,9	6,8	8,1	27,3
<i>dont Econ. d'impôt due à l'endet.</i>	1,2	1,5	3,4	5,6	11,7
<i>dont Economie d'impôt due aux coûts nets hors exploitation</i>	5,4	4,4	3,4	2,5	15,6
<b>Flux sur endettement</b>	<b>104,6</b>	<b>-23,8</b>	<b>139,1</b>	<b>341,7</b>	<b>561,6</b>
<b>FLUX SUR PORTEFEUILLE DE RESSOURCES</b>	<b>24,6</b>	<b>-68,8</b>	<b>227,1</b>	<b>381,7</b>	<b>564,6</b>

## SOLDES SIGNIFICATIFS

**Correspondant aux variationx des Bilans "pools de fonds"**

	PRÉVISIONS				cumul quatre ans
	1999	2000	2001	2002	
FLUX SUR PORTEFEUILLE DE RESSOURCES EXPLOITATION	-80,0	-45,0	88,0	40,0	3,0
FLUX SUR PORTEFEUILLE D'ACTIFS D'EXPLOITATION	74,6	27,1	-156,2	-324,3	-378,8
<b>EXCÉDENT(+) OU DÉFICIT(-) DE RE (RE-AE)</b>	<b>-5,4</b>	<b>-17,9</b>	<b>-68,2</b>	<b>-284,3</b>	<b>-375,8</b>
<i>Vérification variation aux bilans</i>	<i>-5,4</i>	<i>-17,9</i>	<i>-68,2</i>	<i>-284,3</i>	
FLUX SUR PORTEFEUILLE DE RESSOURCES HORS EXPLOITATION	104,6	-23,8	139,1	341,7	561,6
FLUX SUR PORTEFEUILLE D'ACTIFS HORS EXPLOITATION	-99,2	41,7	-71,0	-57,4	-185,8
<b>EXCÉDENT(+) OU DÉFICIT(-) DE RHE (RHE-AHE)</b>	<b>5,4</b>	<b>17,9</b>	<b>68,2</b>	<b>284,3</b>	<b>375,8</b>
<i>Vérification variation aux bilans</i>	<i>5,4</i>	<i>17,9</i>	<i>68,2</i>	<i>284,3</i>	

## 22 - L'ancien Tableau des Ressources et des Emplois (TRE) de la Centrale des Bilans de la Banque de France (1978)

Il s'agit d'une présentation **matricielle, donc très lourde et peu lisible pour une analyse pluriannuelle**<sup>1</sup>. Ce qui est probablement à l'origine de son cantonnement à la sphère académique et à son abandon par la Centrale des Bilans de la Banque de France elle-même. On peut difficilement le copier sur un fichier texte ; on se reportera donc aux fichiers tableurs.

La matrice combine :

- en trois colonnes, l'analyse **FR, BFR, T** en variation, donc l'analyse fonctionnelle horizontale dynamique ;

- avec, en cinq lignes, une séquence de flux de création et dépenses de revenus et de flux financiers ressemblant fort à celle du *Tableau Économique d'Ensemble*, le **TEE**, de la comptabilité nationale française<sup>2</sup>.

En colonne sont analysés :

**1ère colonne : tous les flux, sauf les variations de stocks et plus généralement les flux faisant varier les BFR** (crédits clients, fournisseurs, autres débiteurs et créditeurs) ; le solde **donne la variation du fonds de roulement fonctionnel horizontal** ;

**2ème colonne : tous les flux de variations de stocks et plus généralement les flux faisant varier les BFR** et les flux non encaissés ou décaissés (par exemple production immobilisée) ;

**3ème colonne : tous les flux de trésorerie** donnant lieu à encaissements et décaissements ; il s'agit de l'analyse détaillée de la résultante :  $\text{Var FR} - \text{Var BFR} = \text{Var T}$ .

En ligne, on trouve la séquence suivante, déclinée – le vocabulaire nous est propre<sup>3</sup> – dans les trois colonnes :

a/ La **"production" du revenu**, c'est-à-dire de la **VAB**, les variations de BFR et de trésorerie correspondantes ;

b/ Le partage, ou **répartition primaire de la VAB** entre le travail et tous les capitaux engagés débouchant sur l'**EBE** ou **REB**, avec variation des BFR et variation de T correspondantes ;

c/ La **répartition secondaire des profits bruts** (charges et produits hors exploitation, financiers, participation des salariés et impôts débouchant sur la **CAF**, puis après dividendes débouchant sur l'**Autofinancement**, ou **Épargne brute** ; avec variation des BFR et variation de T correspondantes ;

d/ L'investissement de cette **épargne brute en capitaux fixes**, débouchant sur la **Capacité (si > 0) ou le Besoin (si < 0) de Financement**, la **C(B)F** avant stockages, avec variation des BFR et variation de T correspondantes ;

e / Le **financement externe stable** débouchant sur la **variation du Fonds de Roulement fonctionnel ; avec variation des BFR globaux et variation de la T nette globale.**

**L'intérêt du TRE, contrepartie de sa lourdeur, est multiple.**

La logique des économistes, de la production du revenu à son investissement, en passant par les répartitions primaires et secondaires, est fondamentale ; elle met en particulier en avant **les déséquilibres Epargne-Investissement, par le solde C(B)F**, et les **flux financiers qui en sont la conséquence**, qui adaptent l'épargne et l'investissement, aux variations de liquidités ou trésorerie près. **Mais on a déjà vu que cette analyse "naturelle" n'est qu'un point de vue parmi d'autres.** La logique du TFT est

<sup>1</sup> Une autre analyse matricielle, celle du **"cadre cinétique"** a été proposée il y a fort longtemps par A. Cibert (*Comptabilité générale, Dunod, Université et technique*, pp. 428 et suivantes de l'édition de 1980). D'après l'auteur, ce « tableau carré » est le résultat de recherches menées « aux environ de 1952 » au secrétariat technique du Conseil national de la comptabilité avec M. Belalbre et J. Barrault. Elle n'a jamais eu beaucoup de succès, malgré son enseignement en comptabilité premier cycle - auquel nous avons eu l'honneur de participer à la fin des années 60 et au début des années 70. On peut trouver cet ancêtre, cette œuvre de pionnier, en se reportant à Cibert, op. cit.. Cette analyse oppose les mouvements correspondants aux flux générateurs de résultat (du compte de résultat donc) aux autres mouvements patrimoniaux. Cette analyse a été développée par Elie Cohen en 1973 (voir E. Cohen, op. cit. p. 402).

<sup>2</sup> Avec quelques transformations, on retrouve la séquence des comptes de Production, Exploitation, Revenu, Utilisation du revenu et Capital, plus les comptes financiers. Cette logique a été un peu modifiée dans la nouvelle base 1990 de la comptabilité nationale française ; on l'a évoqué rapidement.

<sup>3</sup> Voir Patrick Castex, *Analyse macrocomptable et comptabilité nationale*, tomes 1 et 2, Economica, 1991.

différente de celle du TPF qui oppose l'investissement du profit brut et la gestion de la dette, donc **qui met en avant l'investissement du profit avant sa répartition**, tout comme un entrepreneur préfère investir avant de consommer... ou faire attention aux prélèvements sur son revenu (charges financières, impôts, etc.). Repenser également à l'oncle Picsou...

Sur le fond par contre, la logique du TRE est peu différente de celle du TFT anglo-saxon : le Flux de Trésorerie d'Exploitation, le FTE, s'analyse ici horizontalement ( $CAF - \text{Variation des BFR} = \text{FTE}$ , au point e/), mais le dividende versé est reporté plus bas. Le Flux de Trésorerie d'Investissement est proche de l'investissement du point d/ ; le Flux de trésorerie de financement proche de e/, aux dividendes près. **Sauf que le TFT, non matriciel, est plus simple : c'est l'une des explications de son succès.**

**Autre avantage néanmoins de l'"usine à gaz" du TRE : elle fait évidemment apparaître une multitude de soldes qui n'apparaissent que dans chacune des autres optiques.** Comme le TPF, il remonte à l'analyse du compte de résultat (hors dotations et reprises) : avec ces tableaux, on peut presque faire l'économie de l'analyse des résultats séparée de celle des flux financiers. **Le TRE est bien par excellence un tableau de synthèse.**

Il fait apparaître également **un solde proche de l'ETE, dans son concept seulement**, et la structure du tableau permet de le comparer immédiatement aux charges financières. Bien que l'analyse du FITREX n'ait rien à voir avec le TRE, nous l'aborderons ici.

Le **FITREX**, ou **Flux Interne de Trésorerie Exploitation**, est défini par son auteur<sup>1</sup> comme *une sorte*<sup>2</sup> d'ETE. Ce n'est pas cette définition qui est importante, mais **l'affectation du FITREX**. Dans cette analyse, **ce solde doit couvrir les charges financières d'intérêt et les impôts**, au risque de voir à long terme l'entreprise périr.

On a là un critère bancaire :

### **FITREX > charges financières + impôts sur les bénéfices**

Dans le cas contraire, la banque prête pour financer le seul coût de ce qu'on lui doit... ce qui n'est pas très sain<sup>3</sup>. L'analyse du FITREX est la limite des contraintes de l'«économie d'endettement», de la fuite en avant de l'intermédiaire bancaire qui se contente d'assurer le paiement de ses intérêts.

Malheureusement, la notion de FITREX est souvent transformée, voir par exemple l'article, par ailleurs fort intéressant, d'A. Chevalier et G. Richoux<sup>4</sup>... qui définissent le FITREX après charges financières. Ce qui veut dire dans ce cas :

### **FITREX > 0**

Autant dire que vous vivez une époque formidable de conquête de l'Ouest, sans foi ni loi. Plus sérieusement : attention au vocabulaire !

## **24 - De quelques autres tableaux de flux**

Le « nouveau » Tableau des emplois et des ressources de la Centrale des Bilans de la Banque de France, né en 1987, abandonne par contre complètement les notions fonctionnelles de **FR, BFR, T** en variation et est beaucoup plus épuré dans sa présentation : en clair, il abandonne l'analyse matricielle. Il compare d'un côté l'autofinancement aux investissements nets de cessions, dont les investissements financiers et les variations de liquidités, faisant apparaître des ressources ou des besoins de financement ; de l'autre les ressources ou emplois externes, apports en capital et flux d'endettement net, qui couvrent par construction les ressources ou besoins de financement.

Il existe également des tableaux dits de **flux de trésorerie**, beaucoup plus déconnectés du bilan, donc de la comptabilité. On trouvera en fichiers Excel celui de la même Centrale des Bilans de la Banque de France, toujours de 1987. Il fait ressortir un solde, l'excédent de trésorerie globale, qui ressemble à l'ETE, sauf que **tous** les BFR sont ici pris en compte. Ce solde couvre (ou non) en fait tous les prélèvements financiers et les remboursements, pour donner le flux de trésorerie disponible. Ce dernier finance, avec les apports en ressources stables (emprunts et capitaux propres) les investissements nets.

## **3 - Analyse stratégique concurrentielle des modèles de portefeuille et logique du TPF**

<sup>1</sup> J. Guillou, 1981. Voir sur cette question, B. Collasse, op. cit. ou, mieux, G. Depallens et J.P. Jobard, *Gestion financière de l'entreprise*, Sirey, 1986, 9<sup>ème</sup> édition, pp. 383 et suivantes.

<sup>2</sup> L'EBE est en fait corrigé des charges et produits hors exploitation et exceptionnels donnant lieu à encaissements et décaissements (on parle alors d'**autofinancement brut d'exploitation**) et la variation du BFR exploitation est un peu différente ; elle ne concerne que son « régime de croisière », à délais de paiement inchangés. Le FITREX peut en pratique être extrêmement différent quantitativement de l'ETE, même s'il s'agit d'un concept identique.

<sup>3</sup> C'est un peu le sens de l'analyse de Geoffroy de Murard, sauf que ce dernier tient compte également des remboursements, ce qui est un critère bancaire plus sévère, mais plus réaliste.

<sup>4</sup> *Les mutations de l'analyse financière*, La revue banque n°497, septembre 1989. Ils définissent le FITREX comme (p. 798) « égal à ETE – frais financiers » Ils indiquent néanmoins en note de bas de page : « La plupart des auteurs déterminent le Fitrex en imputant à l'ETE les éléments exceptionnels et en ne prenant pas en compte les frais financiers. On demande alors au Fitrex d'être supérieur aux frais financiers (mais il ne s'agit pas dans ce cas d'un flux d'exploitation) » ( ? ?, P.C).

L'analyse des flux se présente pour le moment comme une combinatoire presque infinie, au vocabulaire le plus flou... donc difficilement assimilable en moins d'une dizaine d'années par l'étudiant moyen. Ce qu'il faut comprendre (plus que "retenir") de tout ça, se sont les **logiques de fond** des présentations.

## 31 - Quelques éléments d'analyse stratégique

### \* La stratégie, ou l'art de faire la guerre économique

La stratégie d'entreprise, comme son nom l'indique, est l'art de faire la guerre aux concurrents, ou encore *"choisir les domaines d'activité dans lesquels l'entreprise entend être présente et allouer des ressources de façon à ce qu'elle s'y maintienne et s'y développe"*<sup>1</sup>.

Il ne s'agit pas que de conquérir des territoires (des **parts de marché**), mais également de **mobiliser des ressources**, par dotations en **capitaux (propres et / ou empruntés) et de les développer par autofinancement** sur le long terme (d'où la contrainte de **rentabilité**) dans un jeu qui sera toujours **risqué** :

- **risque sectoriel** (probabilité de variation importante de l'activité du marché en général) ;
- **risque concurrentiel** (relations avec les adversaires) ;
- et **financier**.

Les premiers modèles d'analyse stratégique globale, d'origine américaine, sont apparus dans les années 60. Le plus connu est sorti de la Harvard Business School<sup>2</sup>, sous l'impulsion de **I. Ansoff**. Il analyse les facteurs **internes (forces / faiblesses** de l'entreprise, ou **Strengths / Weaknesses**) et **externes (opportunités / menaces**, ou **Opportunities / Threats** qui déterminent les choix stratégiques ; ce modèle est connu sous l'acronyme *"SWOT"*.

Il concerne surtout l'**analyse des stratégies concurrentielles**, ou *"business strategy"*, dans un secteur d'activité donné. La stratégie consistant à **choisir les secteurs** où l'entreprise s'engage est la **stratégie de groupe**, ou *"corporate strategy"* ; nous n'en parlerons pas ici.

### \* La stratégie concurrentielle

Dans l'analyse des stratégies concurrentielles, la **valeur du domaine d'activité**, son attrait pour l'entreprise, peut se mesurer par maints critères : le taux de croissance du **"segment stratégique"**<sup>3</sup> (qui résulte de la partition de l'activité en "morceaux" autonomes) ; le fameux **cycle de vie des produits** et maturité des domaines d'activité (détaillé un peu plus loin), etc.

L'**avantage compétitif** et la **position concurrentielle** peuvent se forger soit : par une **forte part de marché** dans une activité où la **stratégie de minimisation des coûts** est importante (**effet d'expérience**, dont économies d'échelle et effet de taille, effet d'apprentissage, innovation et substitution capital / travail etc.) ; soit par une spécialisation et une forte **différenciation** du produit ("niches").

L'analyse du **portefeuille stratégique** d'activité, formalisé par le **croisement en matrice de deux critères** :

- **part de marché** ou critère équivalent, d'une part ;
- **taux de croissance** ou **situation dans le cycle de vie** ou critère équivalent d'autre part ;

**ne s'applique en toute rigueur qu'aux stratégies de minimisation des coûts. Nous n'aborderons ici que cette analyse particulière.**

Mais il faut revenir auparavant sur la courbe du **"cycle de vie" des produits** pour bien comprendre son articulation avec l'analyse des flux financiers, car cette dernière est au centre des matrices stratégiques d'analyse concurrentielle.

### \* Le cycle de vie, les investissements, la rentabilité et le DAFIC

La courbe du « cycle de vie des produits » est bien connue. Plus intéressante est sa correspondance avec :

<sup>1</sup> **Strategor**, *Stratégie, structure, décision, identité*, Politique générale d'entreprise, InterEditions, 1993, p.9.

<sup>2</sup> Learned, Christensen, Andrews et Guth, *Business policy, Texte and cases*, R.D Irwin, 1965. On parle souvent (par exemple Strategor, op. cit. ) de modèle "LCAG", du nom des auteurs.

<sup>3</sup> *"Domaine d'activité caractérisé par une combinaison unique de facteurs clé..."* (Strategor, op. Cit. p 99).

- les **besoins de financement** correspondant à chaque phase : **investissements en capital circulant**, c'est-à-dire la **variation des BFR (*var BFR*)**, et **investissements en capital fixe (*Icf*)** ;

- les **profits bruts** retirés de l'activité, en clair l'**EBE**, c'est-à-dire le profit avant coûts financiers et dotations aux amortissements et provisions.

En phases de **lancement et de croissance**, les **investissements sont élevés** : par les *Icf* dont on peut supposer qu'ils vont décroître régulièrement (les investissements matériels croissants ou constants en phase de croissance n'ont plus à être renforcés par les investissements en R&D) ; les *var BFR* vont bondir jusqu'au début de la phase de maturité.

Mais l'**EBE reste négatif** jusqu'au début de la phase de croissance, pour **s'accroître fortement ensuite** jusqu'à la fin de cette phase.

**Le DAFIC est donc décroissant et fortement négatif jusqu'au début de la phase de croissance, puis s'accroît fortement mais risque d'être toujours négatif jusqu'à la fin de cette phase.**

En phases de **maturité et de déclin**, les **investissements diminuent fortement** : par les *Icf* ; mais surtout par les *var BFR* qui **diminuent brusquement**<sup>1</sup> et deviennent même négatives en phase de déclin<sup>2</sup>.

L'**EBE culmine** à la fin de la phase de maturité **puis diminue** pour s'annuler à la fin de la phase de déclin.

**Le DAFIC est donc fortement croissant et fortement positif jusqu'au début de la phase de déclin, puis diminue et peut devenir négatif.**

En masse, le DAFIC est donc **négatif** pour les deux premières phases et **positif** ensuite, (même s'il peut redevenir négatif peu avant le décès du produit). Mais en dynamique, chaque phase caractérise une tendance d'évolution de ce DAFIC, assez bien corrélée, soit positivement soit négativement, avec celle des ventes.

## 32 - Les matrices d'analyse de portefeuille d'activité

\* **Les différents modèles : les points communs évidents, malgré les subtiles différences d'approche**

---

<sup>1</sup> Attention ! Il s'agit bien des **variations** des BFR : une stagnation des ventes se traduit bien par la constance des BFR (à durée de stockage et de crédit clients et fournisseurs identiques)... donc par une rupture brusque dans l'investissement en capital circulant qui passe à zéro.

<sup>2</sup> Idem : la baisse des ventes "dégage" des BFR.

La matrice la plus connue est celle du *Boston Consulting Group*, le *BCG*, elle date de 1977 et a été diffusée en France en 1980.

Sa première vertu est d'être **très simple** : **deux fois deux niveaux**, "**faible**" ou "**fort**", de **deux critères** :  
- le **taux de croissance du segment d'activité**, disons du produit ;  
- la **part de marché (PDM) relative** (PDM de l'entreprise / PDM du leader).

Sa seconde vertu est d'être **imaginée** : elle parle de "**star**" (produit vedette) de "**cash cow**", vache à "fric" traduit plus subtilement par **vache à lait**, de "**dog**", traduit par **poids mort** et de "**question mark**", point d'interrogation traduit par **dilemme**. Pour ces deux vertus, nous la prendrons, avec d'autres, comme référence. Le schéma ci-joint est donc construit à partir de l'analyse en quatre quadrants du BCG.

Les deux autres matrices, celle d'Arthur D. Little (**ADL**) et de McKinsey ne sont que des analyses plus développées, ou avec des critères plus fins, mais approchant ceux du BCG<sup>1</sup>. Elles sont en fait antérieures à celle du BCG, autour de 1972-1973. Pour ADL et McKinsey la **position concurrentielle** remplace la part de marché relative, avec cinq niveaux pour ADL et trois pour McKinsey. Pour ADL, le taux de croissance est remplacé par la **maturité de l'activité**, avec les quatre phases du **cycle de vie**. Pour McKinsey, la "**valeur de l'activité**" est une notion voisine qui tient compte d'une certaine spécificité de l'entreprise, en particulier des synergies entre segments d'activité.

Il s'agit dans tous les cas d'analyser un **portefeuille d'activités**, comme on analyse un portefeuille financier qui doit être à la fois **rentable** et **peu risqué, donc diversifié** (on ne met pas tous ses œufs dans le même panier). **Le couple risque-rentabilité et la notion d'investissement pour développer le portefeuille sont donc fondamentaux dans ces trois matrices.**

### \* **Les matrices et le triptyque *Profit (EBE) - Investissement (I) en capital fixe (Icf) et capital circulant (Icc), ou variation des BFR - DAFIC***

L'**allocation optimale des ressources financières autogénérée** par l'exploitation, donc l'EBE (ou autre appellation du profit brut d'exploitation), est à la base de toutes ces matrices. Il ne s'agit pas de nier que ces ressources puissent provenir de capitaux propres ou d'endettement (critique de fond du TPF évoquée un peu plus loin), mais simplement de constater qu'à long terme, une bonne stratégie doit permettre de "**faire des petits**" avec ces mises initiales de fonds, donc de "**cracher des profits**" d'exploitation, de l'EBE, sans recours - ou alors transitoire - à de nouveaux fonds propres ou empruntés. Mais comme le développement du portefeuille qui va accroître sa rentabilité induit des besoins de financement ( $I = Icf + Icc$ ), la dynamique de la gestion de ce portefeuille rejoint parfaitement celle du TPF.

On a déjà analysé plus haut le rapport entre le cycle de vie, résumé sommairement par le taux de croissance du segment d'activité par le BCG, et le **triptyque EBE - I - DAFIC**. Il suffit de percevoir maintenant **l'influence de la position concurrentielle** sur la rentabilité et les besoins financiers en *Icf* et *Icc*.

Elle est évidente : **plus la position concurrentielle est forte, plus grande sera la rentabilité** ; ceci n'est vrai **que si la stratégie volume / coûts est efficace**<sup>2</sup>. De plus, cette position concurrentielle **abaisse les besoins de financement par unité produite** (économie d'échelle, effet d'apprentissage, etc.). On retrouve donc, mais avec des effets de levier<sup>3</sup> positifs pour les positions concurrentielles fortes, les relations entre le cycle de vie et les DAFIC (voir schéma).

Les "**trajectoires stratégiques**" de gestion du portefeuille sont évidentes (un dilemme peut devenir, sauf s'il "rate", donc avec abandon du produit) une star puis une vache à lait, enfin un poids mort qui finira par être abandonné. Financièrement les vaches à lait financent les dilemmes (DAFIC très négatif), les stars étant en général en équilibre financier (DAFIC = 0) et les poids morts étant maintenus tant qu'ils continuent à générer du cash. Cette analyse renforce donc, malgré les critiques qui lui sont apportées, l'analyse en terme de TPF. **Ou, le fantôme de K. Marx - G. de Murard – ce dernier étant à cent lieues à la fois du matérialisme historique marxiste et des analyses stratégiques en proposant son**

<sup>1</sup> Les différences sont néanmoins importantes **et non négligeables** ; nous les négligerons ici car nous nous intéressons à la relation entre ces analyses et celle du Tableau (Pluriannuel) des Flux Financiers. Voir tous les bons bouquins BTS ou IUT pour une première approche et Strategor, op. Cit. pp. 113 à 144 pour une analyse plus approfondie.

<sup>2</sup> Une stratégie de différenciation-"niche" ne peut pas être analysée avec ces matrices, on l'a déjà indiqué.

<sup>3</sup> Ne pas confondre avec les autres "effets de levier", en particulier celui tenant au taux d'endettement.

### **analyse purement financière - s'accouplant avec les stratégies marketing...**

C'est sans doute le principal intérêt du TPF. Les autres analyses de flux financiers ne prétendent pas en général se fonder sur une analyse stratégique, sauf l'analyse pool de fonds, mais dans un flou qui se réduit plutôt à un environnement théorique de marchés parfaits.

On trouvera sous forme de schéma sur Excel la structure de ces tableaux :

[Analyse stratégique BCG, Arthur D. Little \(ADL\) et McKinsey](#)

## **Conclusion : analyse stratégique ou marché parfait ?**

Nous concluons en généralisant les rapports entre les tableaux de flux et l'analyse stratégique ; ce qui nous permettra d'introduire en même temps la partie suivante : le couple rentabilité-risque.

On l'a déjà évoqué dans l'introduction générale concernant l'analyse des flux : **cette dernière n'a aucun sens, autre que simplement descriptif**, si l'on considère l'entreprise comme un atome sans aucun

pouvoir dans une économie de marchés parfaits. Dans ce cadre - le fondement de l'analyse économique néoclassique - les prix sont des données. Pour ce qui nous concerne : les prix des consommations et des investissements, les prix des produits, le prix du travail, le<sup>1</sup> taux d'intérêt (créditeur et débiteur), le "coût des capitaux propres"<sup>2</sup>, etc.

Ce n'est probablement pas un hasard si l'analyse descriptive des flux financiers, complètement coupée, ou presque, de celle des résultats (comme le TFT anglo-saxon séparée de l'analyse des résultats nets, sans référence explicite aux notions d'autofinancement) a aujourd'hui évincé les autres analyses de flux. C'est presque une curiosité de voir la DAFSA continuer à utiliser le TPF dans ses analyses pour les boursiers !

Cependant, si l'analyse stratégique a un sens, l'entreprise n'est plus un atome mais un acteur cherchant la puissance, donc faisant tout pour **fuir la concurrence** : par l'innovation, la recherche de la taille critique avec économies d'échelle, courbe d'expérience, centralisation des ressources de R&D, etc.

On peut tenter de sortir de ce dilemme. Les développements de l'économie néoclassique mettant en lumière les imperfections du marché, en particulier de l'asymétrie de l'information, permettent des retombées en gestion. De plus, si les marchés des entreprises sont évidemment imparfaits, celui de ses ressources financières (la bourse : marchés des capitaux, de fonds propres ou d'obligations et assimilés et le marché monétaire ouvert) sont plus proche du modèle de concurrence pure et parfaite<sup>3</sup>. En un mot : si les rentabilités des investisseurs (rentabilité financière et taux d'intérêt), donc les coûts des capitaux pour l'entreprise, dettes mais aussi fonds propres, répondent au modèle de concurrence, il n'en est pas de même pour les rendements économiques des emplois de ces capitaux qui se résume par la rentabilité économique des capitaux mis en œuvre.

Nous allons opposer ci-dessous deux types d'analyses : d'une part celle des flux censés répondre à un positionnement stratégique ; d'autre part celle d'un marché parfait, au moins pour le coût des ressources financières. On utilisera le même schéma présenté de façon matricielle, mais avec quelques variantes : en ligne les emplois financiers, en colonne les ressources. La présentation matricielle a la vertu, dans l'analyse des flux, de présenter tous les soldes importants.

Nous proposons d'illustrer ces deux points de vue à partir d'un exemple numérique, **extrêmement simplifié**. Le bilan de départ, type « pools de fonds », est le suivant :

<b>Actif (emplois cumulés)</b>		<b>Passif (ressources cumulées)</b>	
Immobilisations			
D'exploitation	3 000	Capitaux propres	3 000
Besoins en fonds			
de roulement	1 000		
Immobilisations financières		Dettes	4 000
et trésorerie	3 000		
<b>Total</b>	<b>7 000</b>	<b>Total</b>	<b>7 000</b>

Les produits et charges de l'année sont : Produits d'exploitation encaissés 2 000 ; charges d'exploitation décaissées 1 200 ; produits financiers (dividendes reçus et intérêts) 450 ; charges financières d'intérêt 400 ; pas de dotations aux amortissements et provisions. La totalité du résultat net, 850, est versé en dividende dans la nuit de la saint Sylvestre.

Les flux de capitaux de l'année sont

- en emplois : variation des BFR + 100 ; investissements en capital fixe d'exploitation 500 ;

<sup>1</sup> Dans un marché parfait, le taux d'intérêt est unique ; il tient néanmoins compte du risque, les marchés n'étant pas parfaitement parfaits...

<sup>2</sup> On y reviendra dans la partie suivante rentabilité-risque.

<sup>3</sup> Léon Walras prend justement ces marchés comme exemple, sinon comme fondement à ses analyses d' *équilibre général* en concurrence pure et parfaite.

investissements financiers hors variation des liquidités 50 ; le flux de liquidités est à trouver ;  
- en ressources : produits de cession 0 ; nouvel endettement financier 600 ; augmentation de capital 500.

## Les matrices de flux

On se limitera au TPF et au TFT.

### \* La « diagonale des FOU (« Flux Opérationnels Unifiés ») du TPF

Le TPF est ici modifié sur de nombreux points ; c'est le modèle qui nous semble<sup>1</sup> le mieux unifier la logique des flux en gardant les concepts de base.

On propose d'inclure à côté des profits internes d'exploitation (EBE ou REB) les profits induits par la croissance externe, donc les produits financiers encaissés sur participation et placements financiers hors trésorerie<sup>2</sup>. On obtient alors l'ETA : l'Excédent de Trésorerie d'Activité. Il nous semble en effet que l'opposition croissance interne - croissance externe est devenue complètement obsolète.

On propose, dans le même esprit, d'analyser tous les investissements, d'exploitation et financiers, nets des produits de cessions, sauf les cessions de « bijoux de famille » pour renflouer la trésorerie. On obtient ainsi le DAFCG (Global). Le « I » de DAFIC disparaît, car il ne s'agit plus seulement de croissance « interne »...

Le reste renvoie à l'analyse traditionnelle ou corrigée mentionnée plus haut. La structure de la matrice permet de considérer l'analyse des soldes du TPF sur la diagonale, d'où le gadget « Diagonal des FOU » que nous ferons enregistrer sous peu comme « trade mark<sup>3</sup> ».

On peut consulter la structure de ce tableau sur un tableau Excel :

[« Diagonale des FOU », structure](#)

[« Diagonale des FOU », exemple chiffré](#)

### \* Le « zigzag » du TFT

Malgré des modifications à la matrice, il est impossible de présenter la logique des flux du TFT anglo-saxon autrement que par un « zigzag ». Le vocabulaire du schéma correspond à notre proposition de version mentionnée plus haut.

On peut consulter la structure de ce tableau sur un tableau Excel :

[Le « zigzag » du TFT, structure](#)

[Le « zigzag » du TFT, exemple chiffré](#)

## La matrice des marchés

On peut consulter la forme proposé par ces matrices dans des tableaux Excel :

[Matrice des marchés, structure](#)

---

<sup>1</sup> La « diagonale des FOU » est l'une de nos « inventions » dont le principal intérêt est la touche d'humour...

<sup>2</sup> On continue à privilégier l'analyse « trésorerie nette résultante » ; mais rien n'interdit de boucler sur les flux de liquidités ou de disponibilités...

<sup>3</sup> Demi-boutade : le modèle le plus connu d'analyse de création de valeur de Stern et Stewart – sur lequel on reviendra plus tard, dans la partie 3 – a fait enregistrer la marque EVA (Economic Value Added)... et se fait plein de sous par ses cabinets de consultants.

## Matrice des marchés, exemple chiffré

Les seules modifications de la matrice de base sont les suivantes.

**Aucun solde de flux** n'est calculé : **on se trouve dans une logique de marchés.**

On **oppose**, tant en ressource qu'en emplois :

- les **flux de capitaux** d'une part ;
- les **flux de revenus de ces capitaux** (EBE et Produits financiers pour les ressources ; Frais financiers, IS et Dividendes pour les emplois) d'autre part.

*Les emplois, toujours analysés en ligne sont dans le schéma décalés vers le bas et les ressources, toujours en colonnes, sont décalées vers la droite.*

Ces **revenus sont comparés aux stocks correspondants** :

- d'actif de capital économique d'exploitation (les CMO) et de capital financier (CF) ;
- de passif, stocks de ressources de capitaux financiers, propres (CP) et d'endettement (D), qui sont des sommes cumulées de flux, pour calculer les rapports **flux de revenus / stocks de capitaux, donc les rendements.**

Ces **rapports sont tout simplement, en pourcentages** :

- les **rentabilités économiques des capitaux employés** ;
- les **coûts des ressources financières.**

On trouve ici une **rentabilité économique (brute<sup>1</sup>) des actifs d'exploitation<sup>2</sup> (EBE / CMO)** de 20 %. Notre point de vue rapprochant la croissance externe de la croissance interne nous oblige à calculer également la **rentabilité économique des capitaux financiers (CF) investis par croissance externe par l'entreprise (PF / CF)** ; on trouve ici 15 %. Elle est inférieure à celle des capitaux internes. La **rentabilité économique globale** moyenne est de 17,9 %. C'est la moyenne, pondérée par les parts respectives dans l'actif des CMO et CF, des deux ratios précédents ou, plus simplement, le total des revenus obtenus (EBE + PF) sur le total actif.

Le **coût de l'endettement (FF / D)** est de 10 %, la **rentabilité financière (Résultat / CP) des apporteurs de capitaux, donc le coût des capitaux propres pour l'entreprise ressort à 28,3 %.**

La **rentabilité globale** moyenne des investisseurs financiers de l'entreprise est également de 17,9 %. C'est la moyenne, pondérée par les parts respectives dans le passif des CP et des D, des deux ratios précédents ou, plus simplement, le total des revenus versés (D + FF) sur le total passif.

L'**égalité** :

- de la **rentabilité économique globale moyenne** de l'entreprise, perçue du côté de ses emplois,
- et de celle, en moyenne, de ses **apporteurs de capitaux**, c'est-à-dire pour l'entreprise le **coût moyen de ses ressources financières,**

n'est pas fortuite. On a là une **simple tautologie comptable qui reflète tout simplement la réalité sociale que traduit le bilan : l'entreprise n'est qu'un écran entre les ressources financières et ses emplois, entre les capitaux financiers et l'activité de l'entreprise.**

Le but du jeu est d'optimiser les taux « Amont » des ressources financières et « Aval » des emplois. Ici il vaudrait mieux développer la croissance interne que la croissance externe et l'endettement que le recours aux capitaux propres. L'optimum devrait correspondre à une égalisation parfaite de tous les taux marginaux suivant des décisions d'investissement et de financement.

C'est en fait beaucoup plus compliqué : une augmentation de l'endettement, si le taux d'intérêt n'augmente pas – ce qu'il risque de faire... compte tenu du risque des prêteurs quand l'endettement augmente – devrait, par **effet de levier de l'endettement**, augmenter la rentabilité financière des capitaux propres – ce qui est de plus cohérent avec l'augmentation du risque des propriétaires si l'endettement augmente. On en reparlera plus loin dans la troisième partie avec Modigliani – ce n'est pas le peintre – et

<sup>1</sup> Il faut calculer les rentabilités **nettes**, surtout en cas de comparaison avec la rentabilité des capitaux financiers investis. Mais ici les dotations sont nulles, de même que l'IS.

<sup>2</sup> Nous avons pris ici les stocks initiaux, pour nous faciliter la vie. C'est la plupart du temps ce qui est fait ; mais un calcul plus correct consiste à ramener les flux de revenus aux capitaux moyens, le plus souvent moyenne arithmétique des capitaux initiaux et finaux, faute d'information plus riche sur les dates des entrées et sorties.

Miller – ce n'est ni Arthur ni Henry...

Mais tout ceci reste bien théorique car les marchés sont plus qu'imparfaits. **La gestion stratégique qui sert d'abord à faire la guerre économique** - comme la « *géographie, ça sert d'abord à faire la guerre* » affirmait le géographe Yves Lacoste - **a besoin des tableaux de flux.**