Politique de financement et d'investissement des entreprises internationales

Autor(en): **Bugnion, Jean-Robert**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **23 (1965)**

Heft 3

PDF erstellt am: **27.04.2024**

Persistenter Link: https://doi.org/10.5169/seals-135922

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.
Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.
Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Ein Dienst der *ETH-Bibliothek*
ETH Zürich, Rämistrasse 101, 8092 Zürich, Schweiz, www.library.ethz.ch

http://www.e-periodica.ch

Politique de financement et d'investissement des entreprises internationales

Jean-Robert Bugnion
chargé de recherches à l'IMEDE,
Institut pour l'étude des méthodes de direction de l'entreprise, Lausanne

INTRODUCTION

Le but de cette étude est, d'une part, de montrer pourquoi la théorie du budget de capital [1], conçue en fonction des entreprises nationales, n'est pas directement applicable aux entreprises internationales [2], et d'autre part, d'indiquer comment cette théorie peut être adaptée à la situation propre aux entreprises internationales. Nous espérons ainsi mettre en évidence l'utilité pratique d'un tel modèle théorique pour le dirigeant à qui incombe la responsabilité d'élaborer et de formuler les politiques d'investissement et de financement d'une entreprise internationale.

Au cours de la dernière décennie, une forme d'organisation industrielle s'est développée avec une ampleur inconnue précédemment, à savoir l'établissement, par certaines grandes entreprises, de véritables réseaux de centres de production et de distribution couvrant la planète entière. Il est vrai que de grandes sociétés, telles que Nestlé ou Royal Dutch-Shell, ont adopté une telle structure il y a fort longtemps. Mais, alors qu'avant la dernière guerre, il n'y avait que très peu d'exemples d'une telle forme d'organisation, ceux-ci se sont multipliés récemment et le rôle de ces entreprises dans l'économie mondiale s'est énormément accru. Ce nouveau type d'organisation à l'échelle mondiale s'est déjà imposé dans plusieurs industries, dont celles du pétrole, de l'automobile, du savon, des plastiques, de l'électronique, du caoutchouc, et il ne cesse de se développer.

La Suisse est le siège d'un certain nombre d'entreprises internationales concentrées surtout dans les secteurs de la chimie, des machines et de l'alimentation. Leur importance dans l'économie nationale et mondiale est clairement indiquée par le fait que les vingt sociétés groupées dans le pavillon «Entreprises suisses dans le monde» de l'Exposition nationale 1964 emploient 94.000 personnes en Suisse et 264.000 à l'étranger. Leurs investissements à l'étranger atteignaient à fin 1960 une valeur approximative de 11 à 13 milliards de francs.

Le développement prodigieux des entreprises internationales a stimulé l'intérêt des théoriciens pour cette nouvelle forme d'organisation économique, comme le prouvent,

---

[1] Voir à l'appendice n° 1 un bref rappel des éléments fondamentaux de la théorie du budget de capital.

[2] Nous intitulons *entreprises internationales*, celles dont l'activité économique de fabrication et de distribution s'exerce dans plusieurs pays à la fois, même si ces entreprises sont, de par leur forme juridique et la nationalité de leurs actionnaires, rattachées à un pays donné. Pour ne donner que quelques exemples, citons Nestlé, Unilever, Philips, Shell, General Motors, Standard Oil of New Jersey, etc. Nous appellerons au contraire *nationales* les entreprises dont l'activité s'exerce essentiellement dans un seul pays, même si elles sont exportatrices.

par exemple, les études des professeurs Fayerweather, Skinner et Martyn. Cet intérêt s'est, jusqu'à ce jour, porté essentiellement sur les fonctions de marketing et de distribution et sur les problèmes de direction générale et d'organisation et semble avoir quelque peu négligé la *fonction financière*. Quoique certains problèmes particuliers du financement international ou du droit fiscal international aient fait l'objet de travaux approfondis, il ne semble pas que l'étude systématique de la politique financière de l'entreprise internationale dans son ensemble ait jamais retenu l'attention des théoriciens.

Dans cet ordre d'idée, il est frappant de constater que, à la connaissance de l'auteur, aucun effort systématique n'a été entrepris pour étendre le champ d'application de la théories du budget de capital aux entreprises internationales, alors même qu'il est généralement admis que la mise au point de méthodes budgétaires systématiques et solidement établies sur le plan théorique est un des progrès marquants de l'économie financière moderne; ces méthodes sont appliquées avec succès par un nombre croissant d'entreprises, surtout aux Etats-Unis.

On est donc en droit de s'étonner que des théories, qui se sont avérées si utiles pour des entreprises nationales, ne soient pas appliquées aux mêmes problèmes d'investissement et de financement, lorsqu'ils se posent dans le cadre d'entreprises internationales, dont les programmes d'investissement sont souvent gigantesques. Le groupe Nestlé-Unilac, notamment, a investi au cours de l'année 1964 près de 300 millions de francs dans les cinq parties du monde [1]. Il est encore plus surprenant de constater que certaines entreprises qui font usage de ces méthodes à l'échelle nationale, à l'intérieur de certaines filiales, renoncent à les appliquer à l'échelle internationale, au niveau du groupe.

Ce n'est cependant qu'à première vue qu'une telle situation peut surprendre et étonner; en effet, dès que l'on compare les conditions et l'environnement dans lesquels s'inscrit l'activité des entreprises nationales et des entreprises internationales, on est amené à constater des différences profondes qui se répercutent directement sur toute l'organisation et sur le « modus operandi » des dites entreprises. Comme nous allons le démontrer ci après, les problèmes de financement ou d'investissement se posent de manière sensiblement différente, en particulier en ce qui concerne le choix des projets. La théorie budgétaire, appliquée aux entreprises nationales, n'est donc pas sans autre applicable aux entreprises internationales.

Cette incompatibilité n'est cependant pas insurmontable et cette étude vise précisément à suggérer certains aménagements qui pourraient être apportés à la théorie existante pour la rendre applicable aussi bien à la situation des entreprises nationales qu'à la situation plus complexe des entreprises internationales. Pour ce faire, nous allons, dans une première section, considérer les projets d'investissement de l'entreprise internationale et suggérer une méthode analytique permettant de comparer et d'évaluer les projets d'investissement des filiales situées dans des pays différents. Dans une deuxième section, nous allons considérer les projets de financement et nous efforcer de calculer le coût des différentes sources de capital disponibles à l'intérieur ou à l'extérieur de l'entreprise. Les éléments analytiques développés dans ces deux premières sections seront intégrés ensuite dans la théorie générale du budget de capital et nous permettront de résoudre le problème fondamental auquel cette étude est consacrée: celui de l'utilisation optimale des ressources financières de l'entreprise internationale.

---

[1] Cf. *Rapport aux actionnaires 1964.*

SECTION I — LES INVESTISSEMENTS

Définir la politique d'investissement d'une entreprise internationale revient souvent à résoudre une série de problèmes de répartition géographique et d'allocation des fonds disponibles dans l'entreprise entre les filiales situées dans divers pays: « Faut-il investir au Brésil plutôt qu'en Afrique équatoriale ? au Japon ou dans les pays du Marché commun ? en Suisse ou à l'étranger ? » De tels problèmes se présentent souvent sous la forme confuse d'une série de conditions contradictoires et imprécises: « Un rendement annuel de 50 % suffit-il à compenser les « risques politiques élevés » que court tout investissement étranger dans le pays X ou à compenser les pertes de substance dues à « l'inflation galopante » qui sévit dans le pays Y ? » De tels exemples pourraient être multipliés à l'infini, sans que le problème en soit clarifié ou résolu pour autant.

Une solution doit au contraire être recherchée à travers une analyse systématique des facteurs politiques et économiques mentionnés dans les exemples précédents et de *leurs effets sur les flux de fonds* découlant des projets d'investissement considérés. Seule une telle méthode permet en effet d'intégrer tous les paramètres dans l'analyse de la rentabilité et d'arriver à une mesure unique de la « valeur » des projets d'investissement. Une telle mesure permet ensuite de comparer et de sélectionner les dits projets sur une base objective et rationnelle et d'atteindre le but fixé, à savoir l'utilisation optimum des ressources financières de l'entreprise internationale dans son ensemble. Pour mettre au point une telle méthode, nous allons nous baser sur le concept de la *rentabilité escomptée* [1] et nous efforcer de l'adapter à deux caractères fondamentaux de l'entreprise internationale, à savoir la dualité de son organisation juridique et financière et la multiplicité des milieux politiques et économiques dans lesquels elle doit opérer.

a) La dualité juridique

Lorsque l'on analyse les projets d'investissement d'une entreprise nationale, il est généralement possible de considérer cette dernière comme formant un tout homogène et d'ignorer les détails de son organisation juridique interne (holding, filiale, succursale, etc.), surtout lorsqu'elle présente un bilan consolidé à ses actionnaires et aux autorités fiscales. Lorsque, par contre, on étudie les politiques d'investissement et de financement des entreprises internationales, on est forcé d'abandonner cette hypothèse simplificatrice et de distinguer, au sein de l'entreprise, deux positions souvent divergentes: d'une part, celle de la filiale à l'étranger qui désire, par exemple, mettre à exécution tel ou tel projet d'investissement, et, d'autre part, celle de la maison mère qui est appelée à financer le dit projet [2].

Une telle modification des hypothèses oblige à revoir l'ensemble des procédures budgétaires et des politiques d'investissement et de financement, afin de tenir compte des deux points de vue présents au sein de l'entreprise internationale. Cependant, s'il est nécessaire de reconnaître l'existence de ces deux niveaux d'analyse, il faut préciser d'emblée que, si l'on veut atteindre le but fixé, à savoir la définition d'une politique d'investissement optimum pour l'entreprise internationale dans son ensemble, il est essentiel que toute

---

[1] Voir Appendice n° 1.

[2] Pour simplifier le problème, nous allons admettre que, la maison mère étant une holding financière pure, tous les investissements sont réalisés par les filiales.

la procédure budgétaire soit conçue en fonction des intérêts de la maison mère et que ceux-ci l'emportent sur ceux des filiales.

Il est aisé de constater qu'une procédure budgétaire qui serait située au niveau de la filiale ne pourrait atteindre le but visé et définir une politique d'investissement pour l'entreprise *dans son ensemble*. En effet, si les projets d'investissement des filiales étaient évalués sur la base des mérites et des avantages qu'ils présentent pour les dites filiales, deux facteurs importants seraient négligés dans l'analyse: ni les risques politiques et économiques auxquels l'activité des filiales est soumise, ni les conditions fiscales et autres qui influencent le transfert de leurs bénéfices à la maison mère ne pourraient être pris en considération. Dans ces conditions, il serait impossible de comparer les projets d'une filiale aux projets d'autres filiales et, par conséquent, de répartir les ressources disponibles sur la base de la rentabilité des projets envisagés.

Si des entreprises internationales sont intégrées verticalement, c'est-à-dire si les filiales d'une même entreprise entretiennent des relations commerciales directes, il existe une seconde raison de situer toute analyse des projets d'investissement au niveau de la maison mère: les prix auxquels les biens et services sont transférés d'une filiale à l'autre sont en effet déterminés par l'entreprise elle-même d'une façon plus ou moins arbitraire, souvent pour des raisons d'ordre fiscal, et ne s'apparentent que de loin aux prix qui s'établiraient sur un marché concurrentiel. Ce sont cependant ces prix « administrés » qui sont utilisés par la filiale dans le calcul de la rentabilité des projets d'investissement, ce qui peut conduire à des distorsions graves. Il est donc indispensable que de tels projets soient analysés par la maison mère, que les distorsions dues aux « prix de transfert » [1] soient éliminées et que les conséquences de la politique d'investissement d'une filiale sur l'économie des autres filiales avec lesquelles elle est en rapport commercial soient explicitement prises en considération.

Il est donc nécessaire, si l'on veut pouvoir comparer entre eux les projets d'investissement de filiales situées dans des pays différents, que toute la procédure d'analyse et d'évaluation vise à mesurer les avantages que présentent les dits projets pour la maison mère et pour l'entreprise dans son ensemble. Pour satisfaire à une telle condition, on est amené à modifier les procédures généralement utilisées pour l'évaluation des projets d'investissement des entreprises nationales, afin de les adapter à la situation propre aux entreprises internationales.

Pour évaluer un projet d'investissement d'une filiale particulière en fonction des avantages qu'il présente pour l'entreprise internationale dans son ensemble, il est nécessaire d'estimer, dans une première étape, les flux de fonds bruts résultant de cet investissement pour la filiale en question, exactement comme s'il s'agissait d'une entreprises indépendante. Dans une deuxième étape, et c'est là que l'on entre dans le domaine propre aux entreprises internationales, il s'agit de déplacer le niveau d'analyse de la filiale à la maison mère, ce qui implique de prévoir quels montant seront transférés, à quelle date et de quelle façon de la filiale à la maison mère et quels impôts et autres frais occasionnés par ces transferts devront être déduits des dits montants. Etant donné que les conditions de transfert varient de pays à pays et, parfois, de projet à projet, une telle information est indispensable pour comparer les projets entre eux. Il est ainsi possible, dans une troisième et dernière étape d'évaluer et de comparer les projets d'investissements des filiales sur la base des flux de fonds rapatriés vers la maison mère.

[1] Prix facturés par une filiale lorsqu'elle vend un bien ou service à une autre filiale de la même entreprise.

Lorsqu'on considère les mérites d'un projet particulier, il est nécessaire d'admettre que tous les flux de fonds qui résulteront de cet investissement seront rapatriés vers la maison mère aussi rapidement que possible [1]. Pour se convaincre qu'une telle hypothèse est indispensable à l'analyse complète du problème, il suffit de considérer le cas suivant: admettons que les possibilités d'investissement pour une filiale donnée, non seulement dans le présent mais également aussi loin dans le futur qu'il est possible de le prévoir, soient beaucoup plus avantageuses que celles qui s'offrent à la maison mère; on peut donc d'emblée envisager que les flux de fonds résultant du premier investissement seront immédiatement réinvestis dans les opérations de ladite filiale et ne seront rapatriés vers la maison mère que dans un avenir éloigné et indéterminé; si l'on veut cependant juger l'investissement initial sur cette base-là, on arrive à la conclusion absurde que sa rentabilité escomptée sera d'autant plus faible que les possibilités de réinvestissement dans la même filiale seront plus attrayantes et que l'on attendra plus longtemps avant de rapatrier les bénéfices vers la maison mère.

Un tel raisonnement démontre par l'absurde qu'il est nécessaire, lorsque l'on évalue les projets d'investissement des filiales, d'admettre que les flux de fonds seront immédiatement rapatriés et qu'il est généralement exclu de prendre en considération les possibilités de réinvestissements de ces dits fonds.

Cette conclusion, si satisfaisante qu'elle puisse paraître, ne peut cependant pas être admise sans réserves puisqu'elle ne tient pas compte de certains cas d'interdépendance entre projets d'investissement d'une même filiale. Comme ces cas peuvent se présenter relativement fréquemment et sont typiques des entreprises internationales [2], il nous faut maintenant nous pencher brièvement sur deux d'entre eux, à titre d'exemple, et montrer comment la méthode préconisée peut être adaptée à des situations particulières.

Exemple 1

Supposons qu'une partie des flux de fonds d'un investissement initial ne pourra pas être rapatriée, mais devra être réinvestie par la même filiale pour assurer la survie de cet investissement; ce serait, le cas lorsque une nouvelle affaire est lancée sur une base financière très étroite et que les bénéfices subséquents doivent être utilisés à une consolidation de cette base. Dans cette hypothèse, seuls les fonds effectivement rapatriables vers la maison mère peuvent être pris en considération dans l'évaluation du projet.

Exemple 2

Supposons qu'un investissement initial ouvrira la voie à des investissements ultérieurs qui ne pourraient pas exister sans lui. Il en est, par exemple, ainsi lorsque des investissements dans un nouveau réseau de distribution nécessitent, à une date ultérieure, un accroissement de la capacité de production. Dans ce cas, on est logiquement amené à tenir compte de ces possibilités de réinvestissement dans l'analyse du premier projet et à donner crédit à ce dernier pour une partie au moins des bénéfices potentiels qui pourront résulter de ces réinvestissements.

Nous voyons donc, en conclusion, que sous réserve des facteurs d'interdépendance indiqués ci-dessus, il est nécessaire d'évaluer tous les projets d'investissement des subsidiaires d'entreprises internationales sur la base des flux de fonds rapatriés à la maison mère.

---

[1] Remarquons que cette hypothèse ne préjuge nullement de la politique de transfert de fonds qui sera effectivement suivie par l'entreprise; cette politique fera l'objet de la dernière section de cette étude.

[2] Dans le cadre des entreprises nationales, les théories évitent ce problème d'interdépendance en admettant, par définition, que les projets sont indépendants. Il ne semble cependant pas qu'une telle solution puisse être appliquée aux entreprises internationales.

b) La multiplicité des environnements économiques et politiques

Lorsque, dans le cadre d'une entreprise nationale, plusieurs projets d'investissement doivent être évalués et comparés, il est possible de négliger les facteurs qui exercent les mêmes effets sur tous les projets considérés; c'est ainsi qu'il est généralement admis que, lorsqu'il s'agit d'investissements sis dans le même pays, l'environnement politique et économique national peut être considéré comme constant et n'affecte guère le choix des projets les uns par rapport aux autres.

Par contre, lorsqu'on doit comparer et évaluer des projets d'investissement sis dans des pays différents, il en va tout autrement. D'un pays à l'autre, les conditions économiques et politiques dans lesquelles s'inscrit l'activité des filiales sont différentes, ce qui a pour effet de modifier les « constellations » de risques auxquels chaque projet envisagé est soumis. Il est indispensable de prendre de tels facteurs économiques et politiques en considération quand on analyse les projets d'investissement d'une entreprise internationale. Toutes autres choses étant égales, ne doit-on pas préférer les projets d'investissement situés dans les pays dont la monnaie est stable et l'économie saine, où les risques de nationalisation des biens étrangers sont minimes, etc. ?

En pratique cependant, « toutes autres choses » ne sont jamais égales. Il est donc nécessaire de prévoir un modèle d'analyse qui prenne en considération l'effet de tels facteurs sur les projets d'investissement considérés, qui ramène tous les termes de l'analyse à un « dénominateur commun » permettant de comparer et d'évaluer les projets sur une base uniforme. C'est donc à la présentation d'une telle méthode analytique que la suite de cette section est consacrée.

Pour procéder à une telle analyse, il est nécessaire de préciser, sous forme d'un certain nombre d'hypothèses, l'évolution future de l'environnement économique et politique, les risques de nationalisation ou de confiscation des fonds investis, les probabilités d'inflation ou de dévaluation et autres facteurs importants qui affectent la rentabilité des projets d'investissement considérés. Pour ce faire, il s'agit de définir non seulement la nature du risque (par exemple: risque de nationalisation des investissements projetés), mais aussi les dimensions de ce risque (une chance sur cent que la nationalisation aura lieu durant la première année, cinq chances sur cent durant la deuxième année, etc.).

Dans une seconde étape, il s'agit de considérer chacun de ces facteurs indépendamment et d'en prévoir les effets sur les projets considérés et en particulier sur les flux de fonds qui résulteront des investissements projetés. Pour mener à bien cette tâche, il n'existe que peu de règles générales. Dans chaque cas, les méthodes d'analyse doivent, au contraire être adaptées à la nature du risque considéré, tel qu'il aura été défini dans la première étape. Pour donner cependant une idée générale de la façon dont on peut procéder pour atteindre un tel résultat, nous allons passer rapidement un exemple en revue.

Considérons le cas d'une société qui envisage la création d'une nouvelle filiale dont l'activité principale consisterait en la transformation de matières premières produites localement en vue de leur exportation. Etant donné la situation économique du pays, un des risques importants que court cet investissement réside dans l'insuffisance des réserves monétaires du pays, insuffisance qui conduira probablement à une date Y à une dévaluation de X % de la monnaie du dit pays. Pour analyser non seulement les effets primaires (réduction de la valeur, exprimée dans la monnaie de la maison mère, des flux de fonds rapatriés), mais également tous les effets secondaires d'un tel risque, il est nécessaire de considérer à tour de rôle tous les postes du compte de Pertes et Profit et de se demander comment ils seront affectés par la dite dévaluation:

— le chiffre d'affaires, exprimé en monnaie locale, va s'élever pour deux raisons: le prix de vente unitaire, exprimé en dollars ou en livres sterling, n'est pas affecté par la dévaluation et l'élasticité de la demande mondiale pour le dit produit peut jouer en faveur du pays qui vient de dévaluer;

— le coût de production sera affecté immédiatement dans la mesure où il reflète le coût de biens importés; il risque d'être également affecté par un relèvement progressif des salaires dû à une augmentation du coût de la vie consécutive à la dévaluation;

— certains frais généraux, tels que les loyers, les intérêts débiteurs, les amortissements, ne seront pas du tout affectés par la dévaluation, alors que d'autres, tels que les salaires, vont probablement s'élever.

On procédera ainsi, jusqu'à la détermination du bénéfice net et du flux de fonds qui résulteront de l'investissement considéré, en tenant compte que la monnaie du dit pays sera dévaluée de X % à la date Y.

Une telle conclusion n'est cependant qu'une étape en direction du résultat désiré. En effet, alors que notre premier résultat est basé sur les hypothèses les plus probables (dévaluation de X % à la date Y) il nous faut maintenant considérer d'autres hypothèses (dévaluation de X $\pm$ 1 %, X $\pm$ 2 % etc., à des dates Y $\pm$ 1, Y $\pm$ 2, etc.) également plausibles et calculer, par la même méthode, les conséquences de ces nouvelles hypothèses sur les flux de fonds du projet envisagé.

Il s'agit, dans des étapes ultérieures, de considérer parallèlement chacun des autres risques politiques et économiques auxquels le projet considéré va être exposé et d'estimer les conséquences de tels risques sur les flux de fonds du projet. Dans une dernière étape, il faut enfin intégrer [1] toutes ces analyses partielles et ajuster l'estimation initiale de la rentabilité escomptée du projet de façon à refléter l'ensemble des conséquences prévisibles des différents risques auxquels il est exposé, ainsi que les probabilités de voir chacun de ces risques se réaliser.

Par l'usage d'une telle procédure, nous espérons avoir pris en considération dans l'évaluation d'un projet d'investissement particulier tous les facteurs importants résultant de l'environnement économique et politique dans lequel il est situé. Nous pensons avoir ramené à un même dénominateur commun les évaluations des projets situés dans des pays différents et soumis à des « constellations » de risques différents et les avoir rendues ainsi directement comparables les unes aux autres. Une telle condition, comme nous le verrons dans la dernière section de cette étude, est indispensable à une procédure systématique de répartition des ressources de l'entreprise internationale entre tous les projets d'investissement que les filiales voudraient mettre à exécution.

SECTION II — LE FINANCEMENT

Nous avons considéré jusqu'ici les projets d'investissement ouverts aux filiales des entreprises internationales, sans nous préoccuper de la façon dont serait assuré le financement, soit de chacun de ces projets pris individuellement, soit de l'entreprise dans son en-

[1] Inutile de préciser que des méthodes dérivées de la recherche opérationnelle sont indispensables à l'utilisation d'une telle procédure analytique. Voir en particulier, D. HERTZ: *Risk Analysis in Capital Investment.*

semble. Il nous faut donc maintenant nous efforcer de combler cette lacune et aborder la politique financière de l'entreprise internationale.

Bien que l'entreprise internationale doive faire face à toute une série de problèmes financiers communs à toutes les entreprises (rapport des fonds propres aux fonds empruntés, politique de dividende, échéance des emprunts, etc.), nous n'examinerons dans ce chapitre que deux questions qui prennent une importance particulière dans le cadre des entreprises internationales; il s'agit d'abord de déterminer dans quelles conditions la maison mère doit assumer à elle seule la responsabilité du financement de l'entreprise dans son ensemble et dans quelles conditions, au contraire, il peut être préférable que les filiales aient recours à des sources de financement extérieures à l'entreprise. Il s'agit d'autre part de préciser de quelles façon les liquidités disponibles doivent être transférées au sein de l'entreprise et, plus précisément, de décider si la maison mère a intérêt à assurer le financement permanent des filiales au moyen de prises de participation ou au moyen de prêts et d'avances.

Quoique la discussion complète de ces deux problèmes doive être renvoyée à la prochaine section, il importe d'établir dès maintenant les bases de cette solution. Pour ce faire, nous allons considérer ces deux questions sous le même angle, celui de la théorie du coût du capital, et nous efforcer de définir exactement le coût explicite des fonds transférés à l'intérieur de l'entreprise et le coût des fonds empruntés par les filiales auprès des banques locales.

a) Le financement des filiales par la maison mère

Deux possibilités se présentent d'emblée lorsqu'on examine le problème du financement des filiales: financement interne par la maison mère ou financement externe auprès des banques locales. Laissant pour quelques instants la seconde possibilité de côté, nous allons concentrer notre attention sur les différentes façons dont la maison mère peut assurer le financement d'une filiale et nous interroger sur les avantages et désavantages de chacune de ces méthodes.

1. *Le financement interne des filiales : fonds propres ou fonds empruntés ?*

La maison mère peut, en premier lieu, assurer le financement d'une filiale en détenant, à elle seule ou avec des actionnaires minoritaires, le capital social de cette dernière. C'est de cette façon qu'elle acquiert le contrôle de la dite filiale et le droit d'en retirer dividendes et autres revenus (payements pour l'usage de licences, de marques, de « know how », de services d'assistance, etc.). Elle peut également participer au financement d'une filiale en lui prêtant des fonds à moyen ou à long terme.

Pour la maison mère, financer une filiale en lui prêtant des fonds plutôt qu'en participant à son capital social présente un avantage souvent considérable; en effet, lorsque les bénéfices de la filiale s'accumuleront et qu'il s'agira de les rapatrier, le transfert de liquidités pourra prendre la forme de remboursements de prêts plutôt que de dividendes; alors que ces derniers viennent s'ajouter au revenu imposable et augmentent les impôts, les remboursements de prêts n'ont pas d'incidence fiscale défavorable: la maison mère peut donc accroître le rendement de ses investissements en finançant ses filiales au moyen de fonds empruntés plutôt que de fonds propres.

Remarquons aussi que la maison mère étant tout à la fois actionnaire et prêteur, accroître l'endettement des filiales à son égard ne conduit pas à accroître le risque

financier que courent soit les filiales soit l'entreprise dans son ensemble, comme cela serait le cas s'il s'agissait de prêts entre tiers indépendants.

Dans ces conditions, on pourrait penser que toutes les filiales de toutes les entreprises internationales devraient être financées essentiellement au moyen de prêts internes, afin de réduire les impôts et de maximiser les flux de fonds de la maison mère. Une telle conclusion ignore cependant une série de considérations, dont l'importance varie d'un cas à l'autre, et qui militent en faveur d'une plus large place pour les fonds propres au bilan d'une filiale. Il peut en effet être désavantageux d'alourdir le bilan d'une filiale si cette dernière est en rapport avec des banques locales et que son crédit s'en trouve affecté défavorablement. Il en va de même si le taux des impôts prélevés sur ses bénéfices est fonction du rendement de ses fonds propres, ou si les exportations de dividendes sont limitées à une proportion donnée du capital social, etc. De plus, si la maison mère désire maintenir son revenu net par action à un niveau donné, elle peut préférer rapatrier les bénéfices des filiales sous forme de dividendes plutôt que de remboursements de prêts.

En conclusion, nous voyons donc que le financement des filiales au moyen de prêts internes présente un certain nombre d'avantages et de désavantages et qu'il s'agit, dans chaque cas d'espèce, de déterminer le rapport « fonds propres, fonds empruntés » qui permettra de maximiser le « flux de fonds » de la maison mère. Pour ce faire, il s'agit de simuler les bénéfices probables de la filiale et leur transfert à la maison mère et, en variant les hypothèses et les paramètres, de déterminer empiriquement le rapport « fonds propres-fonds empruntés » le plus favorable.

2. *Le coût du financement interne des filiales*

Il ne suffit pas de déterminer, comme nous venons de le faire, le financement optimum d'une filiale particulière. Encore faut-il être en mesure d'estimer le coût d'un tel financement, afin de pouvoir intégrer la politique de financement dans le budget de capital, ce qui sera l'objet de la dernière section de cette étude. Pour ce faire, nous allons nous efforcer de définir tout d'abord le coût du capital social et ensuite le coût des emprunts d'une filiale dont le financement est assuré exclusivement par la maison mère.

a) Le coût des fonds propres

Prenons comme point de départ le coût du capital de la maison mère [1] et considérons également le cas simple d'une filiale dont le financement est assuré à 100 % par la maison mère et qui n'a de dettes ni à l'intérieur ni à l'extérieur de l'entreprise. Demandons-nous quel est, dans ces conditions, le coût de son capital. Puisqu'elle n'a recours qu'à une seule sources de financement, qui est l'apport de capital de la maison mère, le coût de ses fonds propres ne peut être fonction que du seul coût du capital de la maison mère. Comme, de plus, nous avons indiqué plus haut que l'évaluation des projets d'investissement des filiales doit tenir compte, d'une part, de la double imposition des bénéfices rapatriés et, d'autre part, des risques particuliers auxquels sont exposés les investissements à l'étranger, et comme nous ne voulons pas compter deux fois le même facteur, nous pouvons conclure que le coût des fonds propres de la filiale considérée est égal au coût moyen du capital de la maison mère.

---

[1] Voir Appendice n° 1.

b) Le coût des fonds empruntés

Comme nous l'avons indiqué plus haut, la maison mère peut assurer le financement de ses filiales de deux façons: en participant à leur capital social ou en leur prêtant des fonds à moyen et à long terme. Ces deux façons de transférer des fonds au sein de l'entreprise se distinguent essentiellement par les avantages fiscaux qui découlent du rapatriement des bénéfices des filiales sous la forme de remboursements de prêts plutôt que sous la forme de dividendes. La différence entre le coût des fonds propres et le coût des fonds empruntés des filiales, dépend donc essentiellement de cet avantage fiscal [1].

Pour calculer le coût des fonds empruntés d'une filiale, considérons le cas de deux filiales dont la première est financée à 100 % par un apport de capital de la maison mère et la seconde à 99,99 % par un prêt de la maison mère; les deux filiales investissent des montants égaux dans des projets dont la nature est telle que la rentabilité des flux de fonds rapatriables (en tenant compte de la structure financière des filiales) est égale, dans les deux cas, au coût du capital de la maison mère.

Si l'on calcule la *rentabilité escomptée* de ces deux projets selon les principes préconisés dans la section précédente, c'est-à-dire sur la base des flux de fonds rapatriés nets d'impôts, et sans se soucier de la façon dont seront financés les projets, on arrive aux conclusions suivantes:

— La rentabilité escomptée du premier projet est, par hypothèse, égale au coût de capital de la maison mère; puisque le coût des fonds propres d'une filiale est égal au coût du capital de la maison mère, la rentabilité escomptée du premier projet est aussi égale au coût du capital de la première filiale.

— La rentabilité escomptée du second projet, calculée sans tenir compte du mode de financement de la dite filiale, c'est-à-dire en admettant que les flux de fonds rapatriés vers la maison mère viennent s'ajouter à son revenu imposable, est inférieure à la rentabilité escomptée du même projet calculée en tenant compte du mode de financement de la dite filiale. La différence entre les deux calculs représente la valeur escomptée de l'avantage fiscal qu'il y a pour la maison mère à rapatrier les bénéfices de la seconde filiale sous la forme de remboursement de prêts, plutôt que sous la forme de dividendes. La rentabilité escomptée du second projet est donc égale au coût du capital de la seconde filiale.

Par une telle méthode, il est toujours possible de calculer le coût des fonds empruntés par une filiale à la maison mère si l'on connaît le coût du capital de la maison mère, le taux d'imposition de ses bénéfices et la durée de l'emprunt. On peut ainsi calculer le coût du capital de n'importe quelle filiale en faisant la moyenne pondérée des coûts des différentes sources de fonds auxquelles elle a recours.

En pratique, ce calcul relativement compliqué peut être évité par l'usage de graphiques ou de tableaux permettant de trouver directement le coût des fonds étrangers d'une filiale, étant donné les circonstances propres à l'entreprise; l'Appendice n° 2 fournit un exemple d'une telle solution graphique.

c) Le coût des bénéfices non distribués

Alors que jusqu'ici, nous avons considéré des transferts de fonds dans un seul sens, à savoir de la maison mère aux filiales, il nous faut maintenant considérer les transferts

[1] Il est possible de démontrer que le coût des prêts internes ne dépend que dans une mesure négligeable du taux d'intérêt des dits prêts.

en sens inverse, des filiales à la maison mère. Il s'agit en particulier de préciser dans quelles conditions il est préférable que les bénéfices des filiales soient réinvestis par les mêmes filiales, plutôt que rapatriés vers la maison mère. Comme la solution de ce problème dépend, entre autres, du coût des bénéfices non distribués de la dite filiale, il nous faut tout d'abord définir exactement ce coût.

Considérons donc une filiale qui dispose, à la suite de bénéfices d'exploitation, de liquidités qu'elle peut soit réinvestir elle-même, soit rapatrier vers la maison mère. Si le montant disponible est rapatrié vers la maison mère, une partie en sera prélevée sous forme d'impôts directs et seul le solde pourra être réinvesti par la maison mère à un taux de rentabilité au moins égal au coût de son capital. Si, par contre, les liquidités sont réinvesties directement par la filiale, la maison mère est en droit de demander qu'elles soient réinvesties à un taux de rentabilité tel que le montant qui pourra lui être ultérieurement rapatrié soit au moins égal au montant dont elle disposerait si ces bénéfices étaient rapatriés tout de suite et réinvestis par elle-même; c'est ce taux de rentabilité minimum de réinvestissement par la filiale qui représente le coût [1] des bénéfices non distribués.

Précédemment, nous avons sommairement indiqué comment il est possible d'estimer le coût de trois sources de financement interne des filiales d'une entreprise internationale, à savoir les participations de la maison mère à leur capital social, les prêts et avances que la maison mère leur accorde et leurs bénéfices non distribués. Par des raisonnements analogues, il est possible d'estimer le coût de toute autre forme de financement interne des filiales auxquelles on pourrait songer et, par conséquent, il est toujours possible d'estimer le coût du capital des dites filiales.

b) Le financement des filiales à l'extérieur de l'entreprise

Nous avons jusqu'ici examiné uniquement le financement des filiales par le transfert de fonds à l'intérieur des entreprises internationales, ainsi que les modalités et conséquences de ces transferts sur leur politique financière. Il nous faut maintenant étudier un autre aspect de cette politique et préciser dans quelles conditions il est préférable, pour l'entreprise dans son ensemble, d'assurer le financement des filiales par des emprunts en monnaie locale plutôt que par des transferts de fonds de la maison mère.

Il est évident que, dans une large mesure, la réponse à cette question dépend, toutes autres choses étant égales, du coût des différentes sources de fonds empruntés auxquelles peuvent recourir tant la maison mère que les filiales. Il serait cependant illusoire de considérer uniquement le coût nominal de tels emprunts; en effet, dans la mesure où il est possible d'éviter certains des risques que courent les investissements à l'étranger en finançant les filiales par un recours au crédit local, une telle possibilité doit être explicitement prise en considération lorsque la politique de financement est élaborée; si l'on veut comparer le coût du financement d'une filiale à celui d'autres filiales ou à celui de la maison mère, il est nécessaire de le faire, non pas sur la base du coût nominal, mais sur la base du coût « réel » de tels emprunts. [2]

---

[1] On peut démontrer que ce coût est déterminé par la formule:
$CCf = CCm\ (1\text{-}Tm)$.
où CCf = coût des bénéfices non distribués de la filiale,
CCm = coût du capital de la maison mère,
Tm = taux d'imposition des bénéfices de la maison mère.

[2] La différence entre le coût nominal et le coût réel des emprunts d'une filiale reflète précisément le risque évité par l'entreprise grâce au recours au crédit local. Une méthode parallèle à celle utilisée pour l'évaluation des projets d'investissement permet d'estimer un tel coût.

Il ne suffit cependant pas de baser la politique financière d'une entreprise internationale sur le coût réel des différentes sources de financement auxquelles maison mère et filiales peuvent avoir accès. Il faut également prendre en considération l'effet de la politique financière des filiales sur la situation de la maison mère. En simplifiant quelque peu le problème, on constate en effet que, si l'entreprise présente un bilan consolidé, l'endettement des filiales apparaît explicitement dans les rapports financiers de la maison mère et a donc une influence directe sur la situation de cette dernière; si, au contraire, le bilan n'est pas consolidé, l'existence des dettes de subsidiaires peut être aisément cachée aux actionnaires et aux créanciers de la maison mère et son influence sur la situation financière de cette dernière peut donc être considérée comme négligeable.

Une telle différence entre filiales consolidées et filiales non consolidées doit être reflétée dans la définition du coût de leur financement, ce qui peut être fait de la façon suivante: si le bilan d'une filiale est consolidé dans celui de la maison mère, toute dette contractée par la première a pour effet de réduire la « capacité d'emprunt » [1] de la maison mère et de rapprocher le moment où cette dernière devra procéder à une augmentation de capital, afin de maintenir le rapport « fonds propres-fonds étrangers » au niveau optimum. Il est donc nécessaire de définir le coût réel des fonds empruntés par une filiale consolidée comme étant la moyenne du coût nominal de ces fonds et du coût des fonds propres de la maison mère, moyenne pondérée dans le rapport « fonds propres-fonds étrangers » du bilan de la maison mère. Ce mode de calcul a donc pour effet d'abaisser le coût du capital d'une filiale non consolidée par rapport à celui d'une filiale consolidée, ce qui, du reste, découle logiquement du fait que, dans le premier cas, il est possible de « pyramider » les dettes au sein de l'entreprise (les fonds propres de la filiale sont, en partie, des fonds empruntés de la maison mère et servent de base aux emprunts de la filiale), ce qui est exclu si le bilan est consolidé.

Une telle méthode de calcul peut paraître compliquée; elle n'en présente pas moins un avantage important qui est de rendre directement comparable le coût des fonds empruntés en monnaie locale et le coût des fonds transférés par la maison mère.

SECTION III — LE BUDGET DE CAPITAL

Dans la première section de cette étude, nous avons vu uniquement la politique d'investissement de l'entreprise internationale, et dans la seconde section, uniquement la politique de financement, sans jamais nous demander quel rapport pouvait exister entre ces deux politiques. Il nous faut maintenant tenter une synthèse de ces deux points de vue et montrer comment les méthodes analytiques esquissées au cours des pages précédentes peuvent aider à définir une politique financière systématique et cohérente pour l'entreprise internationale dans son ensemble.

Tout d'abord, il convient de rappeler brièvement la nature exacte et les paramètres du problème que nous allons tenter de résoudre. Quiconque a pour tâche de mettre sur pied le budget de capital de l'entreprise internationale peut considérer comme données quatre séries de paramètres, soit: 1. les projets d'investissements que les filiales voudraient mettre à exécution durant l'exercice budgeté; 2. les liquidités disponibles au sein de l'en-

[1] « Debt capacity » dans la terminologie américaine.

treprise; 3. les sources de financement auxquelles soit la maison mère, soit la ou les filiales pourraient avoir accès et 4. les « canaux » par lesquels les fonds disponibles pourraient être transférés à l'intérieur de l'entreprise. Etant donné ces quatre paramètres, il s'agit de déterminer le volume de financement et d'investissement de chaque filiale et de l'entreprise dans son ensemble, puis de choisir, parmi tous les projets d'investissement et de financement ceux qui seront réalisés à l'intérieur de ces limites; enfin il faut décider quels montants seront transférés au sein de l'entreprise et quels canaux seront utilisés à cette fin. Remarquons cependant que nous ne sommes pas vraiment en présence de trois questions différentes qui peuvent être résolues séparément; ce sont trois aspects de la même question. Il est donc nécessaire de saisir, tout à la fois, les quatre séries de paramètres et les trois faces du problème si l'on veut atteindre le but recherché, à savoir une politique financière optimum pour une entreprise internationale.

Il nous faut tout d'abord rejeter, comme ne nous permettant pas d'atteindre le but recherché, une procédure budgétaire basée sur une analyse du budget de capital de chaque filiale considérée individuellement. Une politique visant à optimiser chacun des budgets partiels ignore, en effet, deux aspects importants du problème, celui de l'allocation des ressources de la maison mère entre les filiales et celui du transfert des fonds directement d'une filiale à l'autre, et conduit donc à une sous-optimisation du rendement de l'entreprise dans son ensemble, c'est-à-dire, à une solution inacceptable sur le plan théorique.

Il nous est également possible de rejeter la solution théorique du budget de capital de l'entreprise nationale [1]: cette solution n'est, en effet, pas directement applicable aux entreprises internationales pour deux raisons principales: d'une part elle implique que le coût du capital est constant au sein de l'entreprise, quelle que soit la nature des projets d'investissement considérés, alors que nous avons au contraire constaté, dans la section précédente de cette étude, que chacune des subsidiaires d'une entreprise internationale a son propre coût du capital. D'autre part, elle ignore totalement les possibilités qui existent pour l'entreprise internationale d'accroître son revenu total en transférant les fonds des filiales dont la trésorerie est bien garnie, et les possibilités d'investissement limitées aux filiales dont la situation est inverse.

a) Une première solution

Ayant ainsi écarté deux solutions auxquelles on aurait pu songer au premier abord, il faut maintenant mettre sur pied une solution de rechange plus satisfaisante. Considérons d'abord un cas simple, celui où la maison mère dispose de certaines ressources qu'elle désire répartir entre diverses filiales aux fins d'investissement, et demandons-nous quels principes devraient présider à cette répartition si l'on veut que l'entreprise retire un bénéfice maximum de ses investissements.

Pour ce faire, nous pensons que le concept de rentabilité nette, au lieu du concept de rentabilité escomptée, doit être utilisé comme critère de répartition des fonds au sein de l'entreprise internationale, la rentabilité nette d'un projet d'investissement étant définie comme la différence entre la rentabilité escomptée du dit projet et le coût du capital de la filiale qui désire le mettre à exécution. Un tel critère de décision tient compte simultanément:

— du rendement des investissements projetés;
— des risques politiques et économiques auxquels chaque investissement est exposé;

[1] Voir Appendice nº 1.

— du coût du capital des filiales qui voudraient réaliser ces investissements;

— des impôts prélevés sur les bénéfices de la filiale et de la maison mère et des autres frais qu'occasionne le transfert de fonds de l'une et l'autre.

On constate donc que le concept de rentabilité nette prend en considération simultanément tous les principaux facteurs différenciant les projets d'investissement et que, en conséquence, il permet bien une comparaison et une sélection des projets les plus avantageux pour l'entreprise. Il en découle qu'une procédure budgétaire qui dirige les ressources de l'entreprise vers les projets d'investissement dont la rentabilité nette est la plus élevée conduit bien à une utilisation optimum de ces ressources.

En pratique, la procédure budgétaire suivante doit faciliter l'application du critère de décision que nous venons de définir: il s'agit d'abord, pour chaque filiale individuellement, de classer les projets d'investissement en ordre de rentabilité escomptée décroissante afin de définir *la fonction de demande de capital de la filiale,* et de classer les projets de financement en ordre de coût croissant, afin de définir *la fonction d'offre de capital.* Il faut ensuite calculer la rentabilité nette de chaque projet d'investissement en soustrayant de sa rentabilité escomptée le coût du capital nécessaire à son financement. Il est alors possible de regrouper tous les projets de toutes les filiales, projets dont la rentabilité nette est positive, et de les classer en ordre de rentabilité décroissante afin de définir *la fonction de demande de capital de l'entreprise dans son ensemble.* Dans une dernière étape de la procédure budgétaire, il est enfin possible d'accepter les projets en ordre de rentabilité nette décroissante, soit jusqu'à épuisement des fonds disponibles, soit jusqu'à épuisement des projets dont la rentabilité nette est positive. Constatons qu'une telle procédure permet de déterminer simultanément: a) le montant total des investissements de l'entreprise et la répartition de ce montant entre les filiales et les projets; b) le montant et la forme du recours au financement extérieur; c) le montant et la forme des transferts de fonds à l'intérieur de l'entreprise.

Cette procédure est applicable d'une façon beaucoup plus générale que le cas particulier que nous avons utilisé ne le laisse supposer. Pour le montrer, il va falloir nous défaire de deux hypothèses admises dans ce premier exemple, à savoir que la maison mère a un excédent de ressources liquides et que les filiales n'ont pas recours à des sources de financement extérieur et montrer que la même procédure est utilisable sans ces deux hypothèses.

Nous avons admis que la maison mère disposait de ressources liquides ou qu'elle pouvait en obtenir, et que le problème consistait à répartir les ressources entre les filiales aux fins d'investissements. Dans certains cas, la situation peut cependant être inversée et il peut se trouver que ce soient les subsidiaires qui, à la suite d'opérations lucratives, disposent de liquidités excédentaires et la maison mère qui ait besoin de ces fonds pour faire face à certaines obligations (paiement d'un dividende ou remboursement d'un emprunt, par exemple). Bien qu'il ne s'agisse plus alors d'un problème de répartition mais d'un problème de prélèvements, il est encore possible d'utiliser la même procédure budgétaire, sauf que, une fois que la fonction de demande de capital de l'entreprise aura été établie, les projets d'investissement dont la rentabilité nette est la plus faible seront éliminés afin de libérer les fonds désirés par la maison mère, jusqu'à concurrence du montant nécessaire. De cette façon, l'entreprise n'a dû renoncer qu'aux projets d'investissement les moins attrayants, c'est-à-dire aux projets dont la rentabilité escomptée est faible et dont le coût du capital est élevé.

Dans notre premier exemple, nous avons implicitement admis que les filiales n'avaient accès qu'à une seule source de financement, la maison mère. Tel n'est souvent pas le cas

et nombre de filiales d'entreprise internationale ont accès au crédit local à court terme ou à long terme, soit en leur nom propre, soit avec la garantie de la maison mère. Cette possibilité peut, et doit, être prise en considération lorsque l'on détermine leur fonction d'offre de capital.

b) Trois solutions améliorées

La procédure budgétaire ci-dessus repose sur l'hypothèse que seuls des transferts de fonds entre la maison mère et les filiales sont possibles; la validité de nos conclusions est donc limitée par cette hypothèse quelque peu restrictive. Il nous faut maintenant élargir le cadre du problème, et considérer les possibilités de transférer des fonds d'une filiale à l'autre. Trois cas peuvent être envisagés: des prêts directs entre filiales, des transferts de fonds entre filiales en passant par la maison mère et des transferts entre filiales en passant par une holding intermédiaire. Par ces trois exemples, nous allons montrer comment il est possible de raffiner la procédure précédente.

Le transfert de fonds en passant par la maison mère

Au début de la procédure budgétaire, il n'y a pas de raison a priori pour que les ressources disponibles ne soient pas réparties d'une façon inadéquate, que certaines filiales n'aient pas des liquidités abondantes et peu de projets d'investissement attrayants alors que d'autres filiales auront une trésorerie si serrée que même des projets d'investissement fort attrayants ne pourront être réalisés. Ce déséquilibre initial va être corrigé, en partie tout au moins, par une répartition des ressources de la maison mère ou par des prélèvements sur les ressources des filiales. Si cela ne suffit cependant pas à supprimer le déséquilibre initial et à égaliser la rentabilité nette marginale de la fonction de demande de capital de toutes les filiales, il sera avantageux pour l'entreprise dans son ensemble que la maison mère absorbe certaines liquidités des filiales dont les investissements sont les moins rentables, afin de créer un « pool » destiné au financement des projets les plus rentables des filiales dont la rentabilité nette marginale est élevée. Cette procédure de transfert atteindra un point optimum lorsqu'il ne sera plus possible d'augmenter le bénéfice total escompté de l'entreprise en transférant des fonds d'une filiale à une autre.

Prêts entre subsidiaires

Une telle méthode présente un défaut important: elle est onéreuse puisqu'il s'agit de rapatrier des fonds vers la maison mère, souvent sous forme de dividendes, qui viennent accroître le revenu imposable de cette dernière. Une telle charge peut cependant être évitée par des transferts de fonds directement d'une filiale à l'autre, généralement sous forme de prêts.

Des prêts entre filiales offrent souvent un second avantage; ils conduisent, en effet, à transférer une partie du revenu imposable de la filiale emprunteuse (qui peut déduire les intérêts payés de son bénéfice imposable) à la filiale prêteuse, qui doit ajouter les dits intérêts à son propre revenu. Si donc le bénéfice de la filiale emprunteuse est imposé à un taux plus élevé que celui de la filiale prêteuse, le transfert de revenu réduira le montant total des impôts de la société.

Pour intégrer une telle formule financière dans la procédure budgétaire, il faut d'abord définir le coût des fonds ainsi empruntés de façon à refléter, tout à la fois le coût des fonds

prêtés (tel qu'il ressort de la fonction d'offre de capital de la filiale prêteuse) et l'incidence fiscale du transfert de revenu [1].

Pour déterminer ensuite le montant optimum qui doit être transféré sous cette forme d'une filiale à une autre, il faut comparer la rentabilité nette des projets ainsi financés par la filiale emprunteuse avec la rentabilité nette des projets auxquels la filiale prêteuse doit renoncer pour assurer le dit financement. La procédure atteint un point optimum lorsque la rentabilité nette marginale des fonctions de demande de capital des deux filiales est égale.

Les holdings intermédiaires

Les transferts de fonds entre filiales ne sont pas toujours la solution idéale et définitive au problème de la répartition des fonds au sein de l'entreprise, en particulier lorsque de tels prêts ont une incidence fiscale défavorable et lorsque la filiale bénéficiant du transfert de fonds a besoin de fonds propres et pas de fonds empruntés [2].

Enfin dans certains cas, de tels prêts d'une filiale à une autre filiale peuvent s'avérer impossibles à réaliser.

On peut heureusement éviter ces obstacles en modifiant la structure de l'entreprise internationale et en introduisant entre la maison mère et les filiales une société holding intermédiaire dont le capital social est entièrement aux mains de la maison mère et qui contrôle, à son tour, toutes ou seulement certaines des filiales de l'entreprise. Pour des raisons fiscales évidentes, de telles holdings intermédiaires sont généralement domiciliées dans un « refuge fiscal » tel que le Liechtenstein, les Bahamas, le Libéria, le Panama, etc.

Une telle structure présente deux avantages principaux sur le plan de la gestion financière: elle assure tout d'abord une beaucoup plus grande flexibilité dans l'élaboration du budget de capital: puisque les revenus de la holding intermédiaire ne sont pas imposables, il lui est possible de rapatrier tous les bénéfices des filiales qu'elle contrôle, d'en former un « pool » unique de liquidités et de répartir ce « pool » entre les mêmes filiales en fonction du seul rendement escompté des fonds ainsi investis, sans avoir à se soucier du coût souvent élevé des transferts de fonds au sein de l'entreprise et sans risquer une allocation sous-optimale des ressources disponibles si de tels transferts ne sont pas réalisés.

Une telle structure présente un second avantage: il est en effet possible pour la maison mère de financer la holding intermédiaire essentiellement au moyen de prêts et d'avances afin de pouvoir rapatrier les bénéfices de cette dernière sous forme de remboursements de prêts et d'éviter par là un accroissement de ses impôts. Il est alors possible pour la holding intermédiaire, sans que cela ait des conséquences néfastes sur le plan fiscal, de financer les filiales uniquement au moyen de fonds propres, ce qui peut s'avérer avantageux, en

---

[1] On peut démontrer que ce coût est déterminé par la formule:

$$CCe = CCp\ (1\text{-}Te)\left(\frac{1}{1\text{-}Tp}\right)$$

CCe = coût des fonds empruntés,
CCp = coût des fonds prêtés,
Te = taux d'imposition des bénéfices de la filiale emprunteuse,
Tp = taux d'imposition des bénéfices de la filiale prêteuse.

[2] Remarquons que, à moins que des accords fiscaux internationaux ne l'évitent, si une première filiale participe au capital social d'une seconde filiale, les bénéfices de cette dernière auront été soumis trois fois à l'impôt direct avant d'avoir été rapatrié vers la maison mère. C'est pour éviter cette situation que des transferts de liquidités entre filiales prennent plus généralement la forme de prêts.

particulier dans les relations des subsidiaires avec les banques locales. Une telle politique permet d'abaisser le coût du capital de la holding intermédiaire et, en conséquence, celui des filiales qui en dépendent.

Il nous faut maintenant intégrer ce dernier élément dans l'ensemble de notre analyse de façon à ce que les deux avantages principaux de cette forme d'organisation ressortent clairement dans la procédure budgétaire.

Pour ce faire, considérons d'abord la fonction d'offre de capital de la holding intermédiaire: celle-ci se compose de deux éléments, les apports de la maison mère (fonds propres et prêts) et les bénéfices non distribués de toutes les filiales qui sont sous son contrôle. Le coût de ces deux sources de financement étant calculé comme s'il s'agissait d'une quelconque des filiales de l'entreprise. Il est ainsi possible de calculer sur la base du coût de capital de la holding intermédiaire, le coût du capital des filiales qui dépendent de la dite holding.

Quant à la fonction de demande de capital de la holding intermédiaire, il suffit pour le déterminer de classer en ordre de rentabilité nette décroissante tous les projets de toutes les filiales qui sont contrôlées par la dite holding.

Dans ces conditions, on est amené à considérer une procédure budgétaire en deux étapes: dans une première étape, la holding et toutes ses filiales sont considérées comme une seule filiale et la maison mère procède à une première répartition des fonds disponibles entre les différentes holdings intermédiaires et filiales contrôlées directement. Dans une seconde étape, la holding intermédiaire procède à la répartition entre les filiales des fonds obtenus de la maison mère et des bénéfices non distribués des filiales. Cette procédure à deux étapes est indispensable pour mettre à profit au maximum les possibilités de transferts de fonds entre filiales contrôlées par la même holding intermédiaire.

Conclusion

Au cours des dernières pages, le terme « optimum » a été fort utilisé et risque peut-être d'induire le lecteur à penser que le dernier mot de l'histoire a été prononcé et qu'une solution définitive et parfaite des problèmes budgétaires des entreprises internationales a été trouvée. Tout au contraire, face à la complexité des problèmes et à la multiplicité des alternatives, les solutions présentées dans cette étude apparaissent, à leur juste place, c'est-à-dire, comme une esquisse d'un cadre théorique dans lequel les problèmes pratiques pourraient être résolus et comme une introduction aux méthodes budgétaires qui pourraient être utilisées à cette fin.

Etant donné qu'il n'y a pas deux entreprises internationales qui soient dans la même situation et qui doivent résoudre les mêmes problèmes dans les mêmes conditions, il serait vain de vouloir définir une théorie universelle, également applicable à chacune d'entre elles. Le but de cette étude est donc fort limité puisqu'il s'agit seulement d'indiquer quelques principes théoriques qui devraient permettre de mettre sur pied une telle solution et de suggérer un cadre et une procédure budgétaire dans laquelle cette dernière pourrait s'intégrer. La responsabilité est ainsi laissée au directeur financier de chaque entreprise d'adapter ses principes et ce cadre à la situation qui est la sienne et de développer sur cette base une méthode directement applicable aux problèmes qui se posent à lui.

APPENDICE 1

Résumé des éléments conceptuels principaux formant la base de la théorie du budget de capital

« The fundamental, but not exclusive, objective of capital budgeting is for the management of a firm to blend the utilization of available internal and external capital resources in such a manner as to tend to maximize the expected present value of its common stockholder's future receipts from his stock up to some appropriate planning horizons. [1] »

Qu'est-ce que le budget de capital ?

Du point de vue formel, le budget de capital n'est rien d'autre que la liste des projets d'investissement que l'entreprise compte réaliser durant une période donnée et la liste des sources de financement auxquelles elle aura recours pour assurer l'exécution des dits projets. Un tel document ne peut cependant être préparé sans qu'une analyse détaillée aussi bien des options et stratégies fondamentales, que des projets individuels d'investissement et de financement ait été exécutée. N'importe quelle méthode analytique ne peut être indifféremment utilisée à cette fin et conduire à des résultats satisfaisants. Au contraire, l'apport fondamental de la théorie du budget de capital est, d'une part, de mettre en évidence l'insuffisance des méthodes couramment utilisées et, d'autre part, de proposer de nouvelles méthodes beaucoup plus efficaces.

Du point de vue théorique, l'établissement d'un budget de capital pose trois problèmes principaux: *a)* déterminer le montant total de financement et d'investissement à réaliser durant la période budgetée; *b)* choisir parmi tous les investissements possibles ceux qui seront mis à exécution et *c)* choisir parmi tous les projets de financement ceux auxquels l'entreprise aura recours. Pour résoudre ces trois problèmes, deux méthodes analytiques ont été mises au point, la première consacrée aux investissements, la seconde au financement.

La rentabilité escomptée

En ce qui concerne les projets d'investissement, divers auteurs, parmi lesquels Joel Dean a joué un rôle de pionnier, ont montré que la plupart des méthodes mises en pratique pour juger et évaluer de tels projets étaient non seulement dépourvues de fondements théoriques acceptables mais conduisaient généralement à des décisions contraires aux intentions mêmes de ceux qui les prenaient. Ils ont au contraire démontré que la seule méthode satisfaisante consiste à escompter les flux de fonds bruts (« cash flow » ou bénéfice après impôt plus amortissement) résultant de l'investissement projeté et à comparer ces montants escomptés au total des fonds à investir dans le projet. Dans cette optique, le taux d'escompte qui rend le total des flux de fonds escomptés égal au total des fonds à investir, et que nous appellerons taux de « rentabilité escomptée », détermine la « valeur » du projet considéré. Le taux de rentabilité escomptée, qui sert donc d'étalon de mesure, permet non seulement de comparer entre eux les projets d'investissement afin de choisir les plus profitables, mais aussi de comparer la rentabilité des investissements projetés au coût du financement de l'entreprise.

Le coût du capital

Divers auteurs, dont P. Hunt, E. Solomon et M. Gordon, se sont penchés sur les problèmes analytiques que pose le choix des projets de financement; ils ont, dans l'ensemble, conclu qu'il était possible de calculer le coût de chaque source de capital considérée individuellement, qu'il s'agisse d'emprunts obligataires ou bancaires, d'augmentations du capital social ou de bénéfices non

[1] Vandell et Vancil: « Cases in Capital Budgeting », Irwin.

distribués; la moyenne des coûts des différentes sources de fonds, pondérée par l'usage fait de chaque source, est généralement considérée comme la meilleure approximation du coût de capital de l'entreprise dans son ensemble.

Procédure budgétaire

Comme l'énonce Spencer, « It is fairly well accepted that the cost of capital of a firm provides the optimum cut-off rate or acceptance criterium for investment project proposals [1]. » En d'autres termes, l'entreprise a intérêt à réaliser tous les projets d'investissement dont la rentabilité escomptée est supérieure au coût du capital de l'entreprise, c'est-à-dire tous les projets qui rapportent plus que ne coûte leur financement et qui contribuent positivement au bénéfice net disponible pour les actionnaires.

Conclusion

La théorie du budget de capital présente deux avantages principaux: premièrement, même si elle ne dispense pas les chefs d'entreprise de jugements personnels sur la valeur et les mérites des projets qui leur sont soumis, elle fournit un cadre conceptuel systématique et rationnel dans lequel exercer ce jugement; deuxièmement, étant admises les hypothèses servant au calcul de la rentabilité escomptée et du coût du capital des différents projets, cette méthode conduit à une solution optimale, assure l'utilisation la plus rationnelle des fonds dont dispose l'entreprise ou qu'elle peut acquérir et tend à maximiser à long terme le bénéfice net de l'entreprise.

---

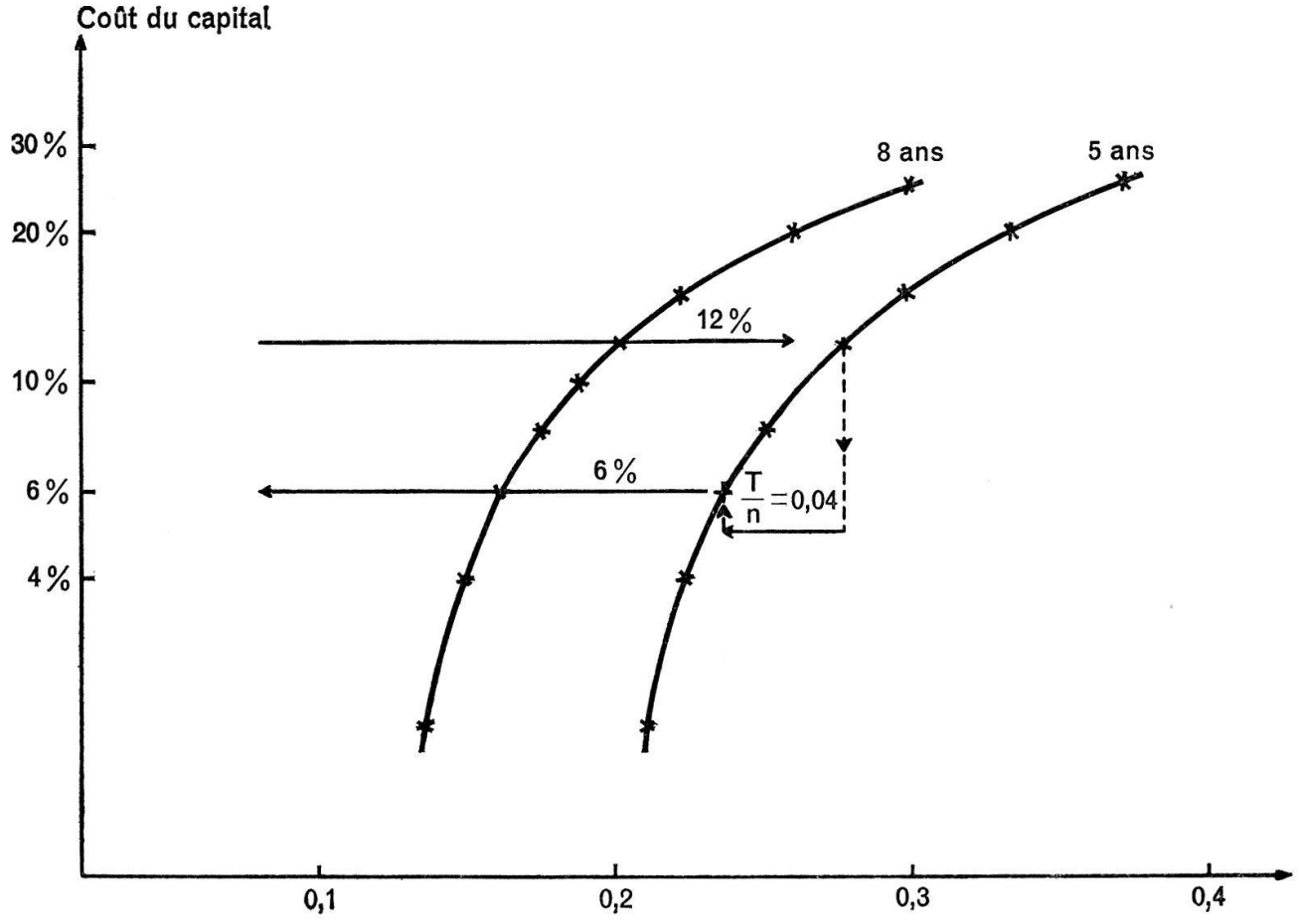
[1] SPENCER & SIEGELMANN: *Manageriral Economics,* 1959. Irwin.

APPENDICE 2

Solution graphique au problème du coût des fonds empruntés par une filiale à la maison mère [1]

Etant donné le coût du capital de la maison mère, le taux d'imposition des bénéfices de cette dernière et le nombre de versements égaux nécessaires au remboursement du prêt, intérêts et capital, il est possible de déterminer, au moyen du graphique ci-après, le coût d'un tel prêt pour la filiale emprunteuse. Pour ce faire, il faut:

1. lire le coût du capital sur l'échelle de gauche (12 % dans cet exemple);
2. choisir la courbe correspondant au nombre de versements à faire (5);
3. de l'intersection de cette courbe et du coût du capital de la maison mère, mesurer horizontalement un segment $T\,(^1/_n)$ où T est le taux d'imposition des bénéfices de la maison mère (ici 20 %) et n le nombre de versements (ici 5);
4. l'intersection de ce segment et de la dite courbe détermine le coût des fonds empruntés par la filiale (ici 6 %).



[1] Tout crédit pour la mise au point de cette solution graphique revient à mon collègue, Donald Wallace, chargé de recherches à l'IMEDE.