

DSCG

SESSION 2013

UE2 – FINANCE

Éléments indicatifs de corrigé

Sous-dossier 1**1. Après avoir défini la centralisation de trésorerie (mise en place d'un pool de trésorerie), indiquer les objectifs recherchés et les opérations financières pouvant être réalisées.**

Le Cash management est un ensemble de moyens mis en œuvre pour optimiser la gestion des flux de trésorerie, réduire les coûts bancaires, sécuriser les transferts et gérer les risques.

Les principales techniques de centralisation de trésorerie sont :

- la centralisation des flux de paiements commerciaux ;
- les prêts intra-groupes ;
- la fusion des échelles d'intérêt ;
- l'équilibrage automatique de trésorerie ;
- le netting.

2. Indiquer les modalités de mise en œuvre qui s'offrent au Groupe PRIC.

Dans le cas présent, le trésorier peut mettre en place cette centralisation au niveau de la maison mère et des quatre filiales européennes. Il peut s'agir d'une remontée quotidienne et automatique des flux de cash, de manière à remettre à zéro les soldes des filiales. La filiale américaine pourra faire l'objet d'une remontée manuelle de trésorerie et cela de manière mensuelle ou trimestrielle.

Si différentes centralisations peuvent être proposées, il est possible de retenir comme schéma :

- une Centralisation Automatique de Trésorerie pour les filiales européennes et la mère ;
- un virement manuel pour la filiale américaine non adhérente à la centralisation.

3. Définir le système SEPA (Single Euro Payments Area).

Le projet SEPA (Single Euro Payments Area - Espace unique de paiement en euros) est un projet européen qui s'inscrit dans le prolongement du passage aux pièces et billets en euros. Il s'agit de créer une gamme unique de moyens de paiement en euros, commune à l'ensemble des pays européens. Grâce à ces nouveaux moyens de paiement européens, les entreprises peuvent effectuer des paiements dans les mêmes conditions partout dans l'espace européen, aussi facilement que dans leur propre pays.

SEPA facilite les échanges transfrontaliers en Europe. La standardisation des moyens de paiement renforce aussi l'efficacité des paiements et unifie le traitement des ordres internationaux et nationaux.

Le système SEPA se concentre essentiellement sur les trois instruments les plus utilisés en Europe :

- le virement ;
- le prélèvement ;
- les cartes bancaires.

4. Après avoir défini la titrisation, indiquer les principaux avantages et les principaux inconvénients des opérations d'affacturage et des opérations de titrisation pour les entreprises qui y ont recours ?

La titrisation est une technique financière qui consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances (par exemple des prêts en cours), en transformant ces créances, par le passage à travers une société ad hoc, en titres financiers émis sur le marché des capitaux.

	Affacturage	Titrisation
Avantages	Rentrée d'argent immédiate Externalisation de la gestion du BFR et du poste clients en particulier Convient à toutes les entreprises, notamment aux PME Autres services proposés pour améliorer la gestion des comptes client	Accès à de nouvelles sources de financement Dilution des risques sur les marchés <i>D'autres arguments peuvent être évoqués :</i> - Baisse du coût de la liquidité et donc baisse du coût du capital - Structuration du passif
Inconvénients	Dépendance envers le factor Coût plus onéreux que d'autres techniques de refinancement	Technique peu appropriée aux PME car assez coûteuse Dépendance vis-à-vis de la conjoncture économique et des taux d'intérêt Opacité des montages sur les marchés financiers vis à vis du risque. Peut conduire à des krachs financiers

Sous-dossier 2

5. De manière générale, présenter brièvement les principaux risques financiers auxquels le trésorier doit faire face ?

- Le risque de taux.
- Le risque de marché.
- Le risque de change.
- Le risque de contrepartie (ou de crédit).
- Le risque de liquidité.

6. Indiquer brièvement les principales caractéristiques des moyens usuels dont dispose une entreprise pour gérer son risque de change.

- Cours à terme ferme.
- Options de change.
- Contrats à terme.
- Warrants.
- Avance en devises.
- Recours aux polices d'assurance (Coface).
- Swaps de devises ou de change.

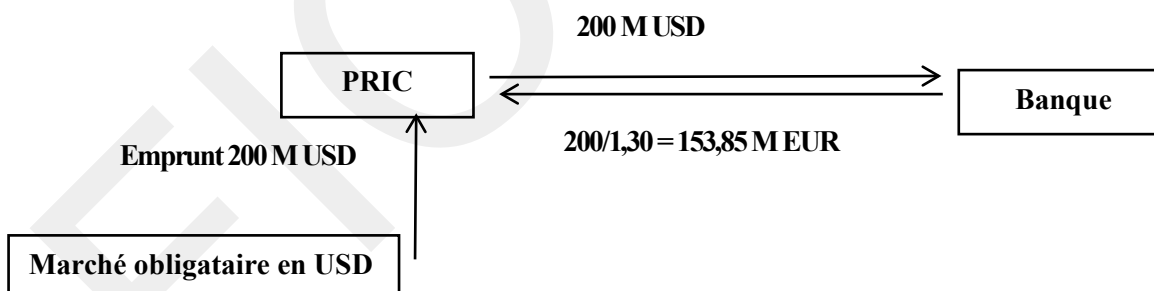
7. Le trésorier demande à sa banque de lui faire un swap de devises afin de neutraliser le risque de change en USD. A partir de l'annexe 2, faire un schéma ou un tableau montrant les échanges de flux durant les 5 prochaines années.

Flux sous forme de tableau :

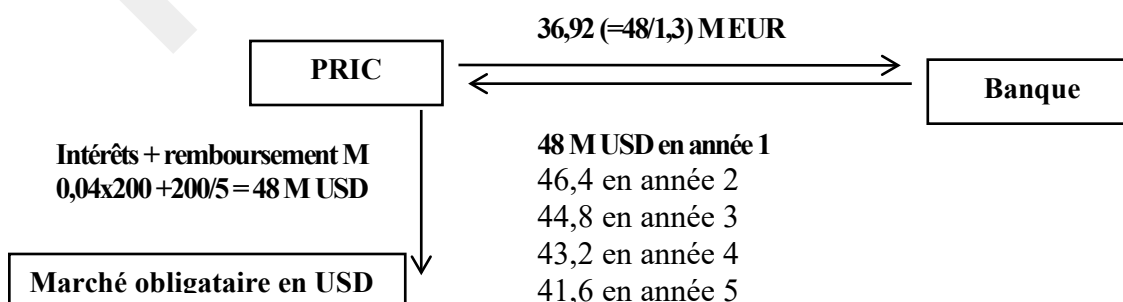
	Flux de PRIC vers le marché	Flux de PRIC vers la banque	Flux de la banque vers PRIC
Année 0	- 200 millions USD	+ 200 millions USD	+ 153,85 (= 200/1,30) M EUR
1	+ 48 (=0,04x200+200/5) millions USD	+ 36,92 (=48/1,30) M EUR	+ 48 millions USD
2	+ 46,4 (=0,04x160+40) millions USD	+ 35,69 (=46,4/1,30) M EUR	+ 46,4 M USD
3	+ 44,8 (=0,04x120+40) millions USD	+ 34,46 (=44,8/1,30) M EUR	+ 44,8 M USD
4	+ 43,2 M USD	+ 33,23 M EUR	+ 43,2 M USD
5	+ 41,6 M USD	+ 32 M EUR	+ 41,6 M USD

Flux sous forme de schéma :

À l'émission de l'emprunt (année 0) :



Puis chaque année (année 1 à 5) :



8. À partir des informations fournies dans l'annexe 3,

8.1 Calculer le montant net encaissé par l'entreprise en l'absence de couverture si à l'échéance le taux de change atteignait 100 JPY = 0,88 EUR?

En l'absence de couverture la valeur des JPY aurait été de : $20\,000\,000 \times 0,88 / 100 = 176\,000$ EUR

8.2 Indiquer le montant de la réduction de perte obtenue grâce à l'utilisation de l'option ?

Le trésorier du PRIC doit exercer son option de vente au taux de 100 JPY = 0,9234 EUR.

Le montant net encaissé est alors de : $20\,000\,000 \times (0,9234 - 0,0374) / 100 = 177\,200$ EUR

En l'absence de couverture la valeur des JPY aurait été de : $20\,000\,000 \times 0,88 / 100 = 176\,000$ EUR

Donc globalement l'utilisation de cette option a permis de réduire les pertes de change de :

$177\,200 \text{ €} - 176\,000 \text{ €} = 1\,200 \text{ EUR}$.

L'exportateur aurait pu se donner une plus grande marge de manœuvre en achetant non pas une option européenne ayant la même échéance que sa créance, mais une option américaine d'une échéance supérieure (plus lointaine).

8.3 Si à l'échéance, le taux de change atteignait 100 JPY = 1,02 EUR, indiquer la décision à prendre par la société et le montant net encaissé.

Au terme des 3 mois si le taux atteint 100 JPY = 1,02 EUR :

Cette hausse conduit l'exportateur à abandonner son option et à vendre les JPY sur le marché. Il obtient alors : $20\,000\,000 \times 1,02 / 100 = 204\,000$ EUR

Prime de l'option pour couvrir les 20 000 000 JPY : $20\,000\,000 \times 0,0374 / 100 = 7\,480$ EUR

Soit un montant obtenu après déduction de la prime payée : $204\,000 - 7\,480 = 196\,520$ EUR

Là encore, s'il avait acheté une option américaine d'une échéance supérieure (plus lointaine) à celle de la créance, l'exportateur aurait pu envisager de la revendre au lieu de l'abandonner.

L'achat de l'option de vente s'avère profitable dès que le cours des 100 JPY baisse en deçà d'un niveau égal au prix d'exercice moins la prime payée, soit : $0,9234 - 0,0374 = 0,8860$ EUR

Ce taux correspond au **point mort de la stratégie d'achat d'option de vente**.

DOSSIER 2 : SUJET DE REFLEXION – LE TRADING À HAUTE FRÉQUENCE

Les transactions à haute fréquence contribuent-elles à une meilleure efficacité des marchés ?

Il ne s'agit que de pistes de réflexion qui sont délivrées à titre indicatif.

- le concept d'efficacité informationnelle.

Trois formes d'efficacité informationnelle (Eugène Fama) : le cours est censé refléter la valeur fondamentale de la société :

- efficacité faible (les cours intègrent toute l'information sur les cours passés) ;
- efficacité semi-forte (les cours intègrent toute l'information sur les cours passés ainsi que l'information financière publique sur les sociétés) ;
- efficacité forte (les cours intègrent toute l'information sur les cours passés, l'information publique et l'information financière privée non accessible à tous) ;

Les concepts de rationalité et de liquidité peuvent être évoqués car liés à l'hypothèse d'efficience.

La liquidité d'un marché financier représente la capacité à acheter ou à vendre rapidement les actifs qui y sont cotés sans que cela ait d'effet majeur sur les prix. Plus un marché est liquide, plus il est aisé, rapide et peu coûteux d'y réaliser des transactions.

Si les marchés ne sont pas efficaces, l'information circule imparfaitement, il y a potentiellement un manque de liquidité sur les marchés, (le trading HF en augmentant sensiblement le nombre de transactions pourrait contribuer à remédier à cette situation).

Si les marchés sont efficaces ou presque, des transactions supplémentaires créent essentiellement du bruit, mais n'apportent pas d'information supplémentaire utile, et peuvent créer des déséquilibres sur les cours.

- **la remise en cause de ce postulat.**

Le postulat de l'efficience a été remis en cause par la finance comportementale (Kahneman et Tversky), remettant en cause la rationalité des agents et mettant en avant les anomalies en matière de prises de décisions.

- **les avantages et les inconvénients des transactions à haute fréquence.**

Avantages	Inconvénients
Amélioration de la liquidité Réduction de l'arbitrage Fractionnement des ordres permettant plus d'anonymat dans les transactions	Absence de centralisation rendant plus d'opacité Variations brutales des cours et accélération des tendances Marchés qui échappent au temps humain

Article ABC Bourse

Le Trading HF est un trading automatique, mais à l'échelle de la micro-seconde. Il consacre le règne des algorithmes mathématiques au lieu de l'analyse fondamentale des valeurs pour prendre des décisions d'achat ou de vente.

Les ordres flash représentent des transactions sur informations confidentielles pas passage d'un ordre durant quelques micro-secondes avant l'ordre final, donc ils ne sont accessibles qu'à des opérateurs très bien équipés sur le plan informatique. Cela accroît l'asymétrie d'information entre les acteurs du marché. Par ailleurs, les ordres sont parfois délocalisés pour réduire les coûts de nombreux ordre HF (dont 95% ne sont finalement pas exécutés). D'où un risque de manipulation du marché.

- **les modalités de réglementation de cette pratique.**

- Taxes sur les flux
- Renforcement du pouvoir du superviseur
- Interdiction par les pouvoirs publics

Article Le Point

Il existe une volonté du Ministère de l'Economie d'empêcher le trading HF en séparant les opérations spéculatives des banques pour leur propre compte. L'interdiction du trading HF pourrait nuire à la liquidité selon certains opérateurs, mais réduire les incidents de marché (tel le flash crash du Dow Jones qui a chuté de 1000 points en quelques minutes en mai 2010) selon d'autres.

Article Les Echos

11 pays membres de l'UE souhaitent contrôler et encadrer le trading HF. Il existe un caractère artificiel dans ces transactions, dont le nombre dépasse largement la demande réelle de la clientèle. Il est difficile de mener des analyses précises sur les effets du trading HF car il faut travailler à l'échelle de la micro-seconde. Il est envisageable de taxer les transactions de ce type, avec une taxe type Tobin.

Contraintes réglementaires

L'AMF mène une réflexion globale sur la structure de marché, et il existe une volonté des régulateurs de favoriser la concurrence entre les lieux d'exécution.

On peut se référer aux principes généraux de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (2011).

La Commission Européenne inclut des réflexions sur le trading HF dans sa révision de la Market In Financial Instruments Directive (2011) : elle préconise l'extension du périmètre des exigences aux opérateurs pour compte propre, favorise des règles d'organisation, de contrôle des risques, de surveillance des transactions historiques, et de modification des incitations des opérateurs. On peut citer aussi les travaux de l'European Securities and Markets Authority (2011).