



# Gestion du risque de change dans les PME : l'exemple des entreprises vitivinicoles de la Vallée du Rhône

(VERSION PROVISOIRE)

Carole MAUREL  
Jean-Laurent VIVIANI

PRATIC  
Université d'Avignon

Adresse de référence :  
J-L VIVIANI  
49, rue E. ROSTAND  
13 006 MARSEILLE  
FRANCE  
Téléphone : 33 (0)4 91 37 80 70

e-mail :  
[jean-laurent.viviani@wanadoo.fr](mailto:jean-laurent.viviani@wanadoo.fr)



## **Gestion du risque de change dans les PME : l'exemple des entreprises vitivinicoles de la Vallée du Rhône**

**(VERSION PROVISOIRE)**

Pour compenser le déclin de la consommation de vin en France, les entreprises vitivinicoles françaises sont conduites à rechercher de nouveaux débouchés à l'exportation. La consommation dans la zone euro n'étant elle-même pas très dynamique, la prospection de marchés hors de la zone euro s'est accélérée ces dernières années. Cette évolution génère la montée en puissance d'un nouveau risque : le risque de change. Ce risque nécessite le développement de nouvelles compétences pour le mesurer et le gérer de manière optimale. Or, la filière vitivinicole française est peu concentrée et constituée essentiellement de PME familiales. Ces entreprises ne disposent pas nécessairement des meilleurs outils pour affronter ce risque ce qui peut constituer un handicap dans la perspective d'une concurrence internationale exacerbée.

Si la question de la gestion du risque de change dans les grandes entreprises a été largement abordée par la littérature académique, il n'en n'est pas de même pour les PME. Nous avons donc essayé de comprendre quelles sont les raisons qui peuvent justifier la gestion du risque de change par les PME. Puis nous avons recherché les déterminants du choix de telles ou telles méthodes de gestion du risque de change particulières en nous appuyant sur un questionnaire exploratoire réalisé auprès d'un échantillon de producteurs et de négociants de la vallée du Rhône.

### **1. LES PME DOIVENT-ELLES GERER LEUR RISQUE ?**

La gestion du risque par l'entreprise ne se justifie que si elle contribue à la création de valeur (FENN et al. [1996]). Or il n'y aura création de valeur que si la firme réalise des actions qui ne peuvent être entreprises par les propriétaires eux même où si elle réalise ces actions à moindre coût (MODIGLIANI & MILLER [1958]). Les firmes n'ont aucune raison de rechercher un profil de risque particulier si leurs propriétaires peuvent, presque sans coût, maximiser leur fonction d'utilité en choisissant une combinaison rendement risque à partir des titres disponibles sur le marché.

L'augmentation de la valeur de la firme grâce à la gestion des risques peut se faire de deux manières différentes :

- par la réduction du rendement exigé par les actionnaires (le coût du capital de l'entreprise),
- par accroissement des flux de trésorerie espérés.

Quelle que soit la voie empruntée, il semble que les raisons financières d'utiliser une couverture soient plus fortes pour une PME que pour une grande entreprise.



## 1.1. Réduction du coût du capital

La réduction du coût du capital n'est efficace que pour des entreprises dont les propriétaires ont une richesse peu diversifiée. En effet, d'après la théorie du portefeuille, deux situations sont envisageables pour les investisseurs bien diversifiés :

- le risque couvert est diversifiable, il peut alors être éliminé par une bonne diversification de la richesse du propriétaire, ce risque ne le concerne donc pas,
- le risque n'est pas diversifiable, la gestion du risque ne fera que déplacer la firme le long de la droite de marché sans changer sa valeur.

Cependant les propriétaires de PME ont souvent une richesse fortement concentrée dans leur entreprise, non seulement en ce qui concerne les actifs, mais également en ce qui concerne leur capital humain. Ils ne sont donc pas uniquement concernés par le risque diversifiable mais ils se préoccupent également du risque total de l'entreprise. Dans cette situation, la gestion des risques, en réduisant le risque total de l'entreprise, diminue le taux d'actualisation des flux ce qui accroît la valeur de la firme.

## 1.2. Accroissement des flux de trésorerie espérés

Quel que soit le mécanisme précis invoqué, la ligne de raisonnement qui justifie la gestion du risque est toujours la même : elle réduit la volatilité des flux de trésorerie, ce qui réduit les coûts engendrés par cette volatilité et par conséquent augmente la valeur de l'entreprise. Les PME seront donc d'autant plus concernées par la gestion des risques que la volatilité de leurs flux de trésorerie est supérieure à celle des grandes entreprises. La volatilité élevée des flux de trésorerie des PME peut s'expliquer par une moins grande diversification de leurs actifs et la concentration géographique de leurs opérations, ainsi que par une plus forte dépendance vis-à-vis de leur environnement. Autrement dit, elles n'ont pas les moyens de réduire les fluctuations de leur environnement et sont moins bien armées que les grosses entreprises pour les affronter.

### 1.2.1. Coûts d'agence

Les coûts d'agence découlent du conflit potentiel entre propriétaires et prêteurs. La gestion du risque, en réduisant la volatilité de la valeur de la firme, réduit le risque d'apparition du problème du sous investissement <sup>(1)</sup>. Les PME, qui sont souvent très endettées avec d'importantes options de croissance sont donc particulièrement concernées par ce problème. GRAHAM & ROGERS [1999] vérifient d'ailleurs que les entreprises, petites ou grandes, satisfaisant ces deux critères gèrent leur risque.

Les coûts d'agence apparaissent également lorsque les prêteurs cherchent à bloquer les transferts de richesses liés à la substitution d'actifs <sup>(2)</sup> en assortissant leurs prêts

---

<sup>1</sup> Problème du sous-investissement : si la firme est fortement endettée et a une valeur aléatoire, un investissement rentable accroîtra la probabilité de rembourser la dette mais ne bénéficiera que secondairement aux actionnaires. Ils n'ont donc pas intérêt à le réaliser (SMITHSON [1998]).

<sup>2</sup> La substitution d'actifs : la richesse des actionnaires croît avec le risque des actifs de la firme, celle des prêteurs décroît (théorie des options appliquée à l'entreprise). Les premiers ont donc intérêt à



de conditions restrictives sur les futurs investissements et financements (MAYERS & SMITH [1987], SMITH & WARNER [1979]). La gestion des risques ne peut résoudre ce conflit que si les dirigeants peuvent s'engager de manière crédible à réduire le risque de substitution ce qui peut être le cas si la firme a la réputation de rechercher une bonne notation (rating) ou a développé une stratégie de gestion des risques (SMITHSON [1998], SMITH [1995]).

### 1.2.2. Coûts de transaction

La justification de la gestion des risques s'appuie sur la non linéarité de certains coûts de transactions : les impôts et les coûts de faillite.

L'existence d'une imposition progressive pousse les entreprises à réduire la variabilité du revenu avant impôt de manière à réaliser des économies d'impôt. Une entreprise est donc d'autant plus incitée à s'engager dans des activités de couverture que le taux d'imposition est progressif <sup>(3)</sup> (SMITH & STULZ [1985]), ou que les règles fiscales (limite des reports en avant ou en arrière des déficits par exemple) induisent la convexité de la fonction d'imposition (GRAHAM & SMITH [1999]).

Cette explication a relativement peu de support empirique pour deux raisons principales. Les impôts des entreprises sont plutôt proportionnels ou faiblement convexes. Pour la grande majorité des firmes <sup>(4)</sup> les économies d'impôts sont donc faibles. En revanche, pour une minorité d'entreprises les gains peuvent être substantiels.

La deuxième raison tend à montrer que la gestion des risques n'est pas la méthode la plus appropriée pour économiser les impôts. En effet, les impôts s'appliquent aux résultats comptables et non aux flux de trésorerie économiques, les firmes peuvent donc lisser leur résultat comptable grâce aux outils de la gestion fiscale sans faire appel à la gestion des risques.

Pour justifier la mise en place d'une gestion des risques, il faut que les coûts de faillites soient non linéaires et que la probabilité de faillite soit élevée (SMITH & STULZ [1985]). Les coûts directs de faillite sont généralement trop faibles pour fournir une justification crédible à la gestion des risques. Cependant les coûts indirects de faillite (coûts d'opportunités, effet négatif sur les contrats explicites ou implicites avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise) sont importants (SHAPIRO & TITMAN [1986]). Les partenaires de l'entreprise (clients, fournisseurs, employés) vont réduire leur relation avec une firme menacée de faillite ou vont exiger des garanties coûteuses. Les dirigeants et les prêteurs peuvent s'engager dans des comportements qui s'éloignent de l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise. La gestion du risque réduit la probabilité d'apparition de ces coûts et donc l'espérance de perte. Les PME, dont les taux de faillite sont beaucoup plus élevés que ceux des grandes entreprises, sont donc particulièrement concernées par cet argument.

---

remplacer les actifs existants par des actifs plus risqués ce qui provoque un transfert de richesse des prêteurs à leur profit.

<sup>3</sup>La progressivité du taux d'imposition résulte, par exemple, des situations selon lesquelles les entreprises peuvent bénéficier de certaines dispositions fiscales pour réduire le montant de l'impôt sur les sociétés ou reporter des pertes réalisées sur des années antérieures.

<sup>4</sup> 75 % selon l'étude de Graham et Smith.



Les études empiriques de cette explication sont en général concluantes. La gestion du risque est liée au taux d'endettement et taux de couverture des intérêts qui sont des indicateurs de fragilité de la firme (GRAHAM & ROGERS [1999], TUFANO [1996]).

### 1.2.3. Coordination des politiques d'investissement et de financement

La valeur de la firme augmente lorsqu'elle réalise des investissements de VAN positive. Pour financer ces investissements, l'entreprise peut recourir à l'autofinancement et aux financements externes. Mais l'imperfection des marchés de capitaux rend le recours aux financements externes désavantageux :

- les asymétries d'information entre les dirigeants et les apporteurs de capitaux, dans ce contexte les augmentations de capital sont perçues comme un signal négatif par le marché (signe que les actions sont surévaluées),
- le coût du calcul des montants des cash flows pour les apporteurs externes de capitaux,
- la prise en compte du risque de faillite.

En général les fonds générés par l'entreprise ne sont pas égaux aux besoins de financement des investissements. Si, au cours d'une période, l'autofinancement est insuffisant, l'entreprise peut être conduite à ne pas réaliser d'investissement rentable du fait du coût de la levée de capitaux externes.

La gestion des risques permet un lissage des revenus dans le temps ce qui réduit la nécessité de faire appel au financement externe (FROOT & al. [1994]). Ces auteurs proposent de développer une méthode de gestion des risques qui résout ce problème : la méthode du cash flow hedging. L'objectif de la méthode est d'être capable de réaliser des investissements créateurs de valeur en minimisant les appels aux marchés financiers. Le principe est de transférer les fonds des périodes excédentaires vers les périodes déficitaires (« l'entreprise s'emprunte à elle-même » selon l'expression consacrée).

Selon cette explication trois types de firmes devraient être particulièrement concernées par la gestion du risque : les firmes fortement endettées (qui n'ont donc pas beaucoup de trésorerie disponible), les firmes en fortes croissance (qui ont besoins de capitaux importants), les firmes qui ont une forte asymétrie d'information entre les bailleurs de fonds et les dirigeants. Les PME sont nombreuses à satisfaire un ou plusieurs de ces trois critères. De plus, du simple fait de leur taille, il leur est plus difficile d'avoir recours aux financements externes.

### 1.3. Allocation optimale des risques

La gestion des risques ne consiste pas uniquement à maîtriser le niveau d'exposition global au risque de l'entreprise. Dans une approche élargie (SCHRAND & UNAL [1998], MacMINN [2002]), la gestion des risques cherche à atteindre une allocation optimale des risques sous la contrainte d'un risque global fixé.

La firme doit allouer de manière optimale son exposition aux risques entre les différents risques plutôt que de chercher à réduire son exposition globale. Elle doit se concentrer sur les risques qui sont sources de création de valeur (risque de métier) et réduire ou transférer les autres (risques homogènes).



Lorsque la firme réalise un investissement, elle est soumise à de multiples sources de risque. La construction d'une filiale à l'étranger, par exemple, lui fait subir les risques liés à la vente de son produit, mais aussi les risques de change, de taux, de crédit, politique... Si le premier risque est souvent créateur de valeur, les suivants le sont rarement, surtout si les marchés sont efficaces. La couverture de ces derniers permettra donc à la firme d'augmenter son exposition au risque de métier. La PME, du fait de la forte concentration de ses compétences sur son métier de base, n'a que rarement un avantage compétitif dans la gestion des risques financiers (risque de taux, risque de change, risque de prix). Elle a donc intérêt à couvrir ces risques qui ne créent pas de valeur. Les PME agricoles subissent des risques très importants liés à l'exercice de leurs métier (risques climatiques, risques sanitaires, risque de prix des produits...), la part de l'exposition qui peut être consacrée aux risques financiers est donc très faible voire nulle.

En résumé, les PME devraient pratiquer la gestion des risques et en particulier la gestion du risque de change du fait :

- de la concentration de la richesse de leurs propriétaires,
- de la forte variabilité de leur cash flow,
- de leur plus fort endettement,
- des difficultés d'accès aux financements externes,
- de leur plus grande fragilité financière (risque de faillite),
- des asymétries d'information entre propriétaires et prêteurs et de leurs opportunités de croissance,
- de leur manque de compétences spécifiques dans la gestion des risques financiers.

## 2. LES DETERMINANTS DE LA GESTION DES RISQUES

L'ensemble des arguments rationnels présentés dans la section précédentes ne sont souvent pas suffisants pour expliquer les comportements de couverture. Il faut compléter ces déterminants par des facteurs liés aux perceptions, croyances, attitudes et comportements des agents non seulement vis-à-vis des risques mais également en ce qui concerne les outils qui permettent de les gérer<sup>5</sup>. Le choix d'une couverture va donc dépendre de l'exposition objective de l'entreprise au risque de change (ici la part des exportation hors zone euro) mais également de la façon dont l'exploitant perçoit se risque et son impact sur les résultats de sont entreprise.

Pour mieux comprendre les déterminants de la perception du risque de change et savoir quels sont les instruments connus et utilisés par les acteurs de la filière viticole nous avons mené une enquête sous forme de questionnaire. Un questionnaire<sup>(6)</sup> a

<sup>5</sup> Voir PENNING & LEUTHOLD [2000, 2001] pour une application de cette approche dans le cadre de l'utilisation des contrats à terme sur les produits agricoles.

<sup>6</sup> Ce questionnaire est divisé en trois parties :

- description de l'entreprise (chiffre d'affaires réalisé en 2003, nombre de salariés),
- activité et l'organisation internationale de l'entreprise
- comportement de l'entreprise vis-à-vis du risque de change et des différentes techniques de protection existant contre ce risque.



été envoyé par la poste durant le mois de mars 2005 auprès d'un échantillon composé de 21 négociants<sup>7</sup> exportateurs ainsi que 400 producteurs<sup>8</sup> de vin de la Vallée du Rhône. Le taux de retour a été en moyenne de 15%. Ce taux se décompose en 12,5% pour les producteurs et 33,3% pour les négociants de la Vallée du Rhône.

## 2.1. Nature et taille des entreprises (<sup>9</sup>)

Les entreprises de l'échantillon sont toutes des PME (moyenne de 18.26 salariés et de 7.9 millions d'euros de CA) et principalement des petites entreprises, étant donné que la majeure partie d'entre elles comptent moins de 50 salariés. Le nombre moyen de salariés chez les producteurs ayant répondu est de 7.6 contre 30 chez les négociants, le plus grand d'entre eux comptant 275 personnes pour un CA en 2003 de 165 millions d'euros.

En ce qui concerne la part de leur activité export ainsi que la structure de celle-ci, on observe que les entreprises interrogées réalisent en moyenne près de 40% de leur CA à l'export et ce chiffre export est réalisé majoritairement dans la zone euro. En observant les producteurs et les négociants indépendamment, on remarque que 11% des producteurs n'exportent pas du tout et que pour beaucoup, la part de leur CA à l'export est minime, ce qui est moins le cas des négociants pour qui l'export est une source de revenu non négligeable.

On observe que 87.5% des entreprises de l'échantillon exportent une partie de leur production mais que plus de 93% d'entre elles n'ont pas d'organisation internationale particulière<sup>10</sup>. Les 7% en moyenne restant sont tous des négociants, ce qui indique la différence de stade d'internationalisation existant entre les producteurs et les négociants. Ceci s'explique par le fait que ces entreprises n'ont pas une activité internationale assez importante pour pouvoir et pour juger utile de se doter d'une telle structure.

L'échantillon est composé de 20.3% de négociants et 79.7% de producteurs. Le tableau suivant détaille les différentes caractéristiques entre les négociants et les producteurs. Les négociants sont significativement plus gros que les producteurs en terme de nombre de salariés mais également en terme de chiffre d'affaires avec un chiffre d'affaires moyen 14 fois plus important. Les négociants exportent en moyenne plus que les producteurs. En revanche la structure de leurs exportations (zone euro/hors zone euro) est très similaire à celle des producteurs.

---

<sup>7</sup> *Maisons de Négoce de la Vallée du Rhône*, Inter Rhône, 2004-2005 : ce livret recense 43 négociants mais une pré-sélection a été réalisée, à savoir que les négociants qui, d'après cette source, n'exportent pas, sont exclus de l'échantillon considéré, ce qui explique que seulement 21 entreprises le composent.

<sup>8</sup> Les coordonnées des entreprises productrices sont issues de : *Route des vins des Côtes du Rhône*, Inter Rhône, novembre 2003. Ce livre recense quant à lui 580 producteurs, mais une sélection a été réalisée selon le critère arbitraire suivant : la présence dans la description de chaque entreprise de la mention « langue parlées :... », ce qui suppose une certaine ouverture des ces entreprises à la clientèle étrangère, et peut-être à l'exportation. .

<sup>9</sup> Les traitements statistiques ont été réalisés avec le logiciel SPSS.

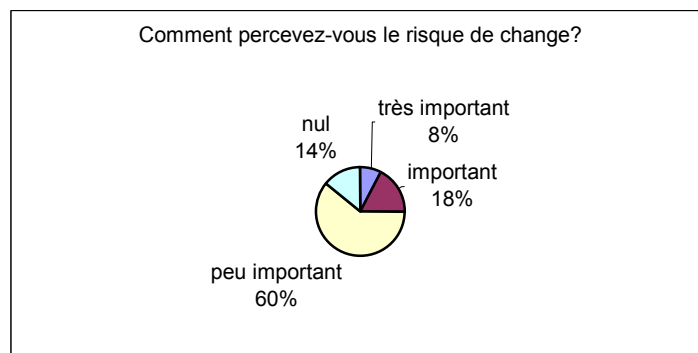
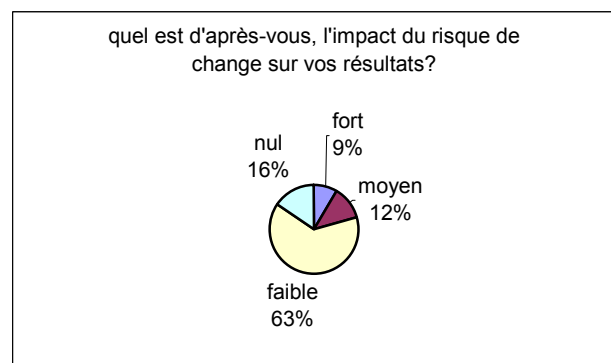
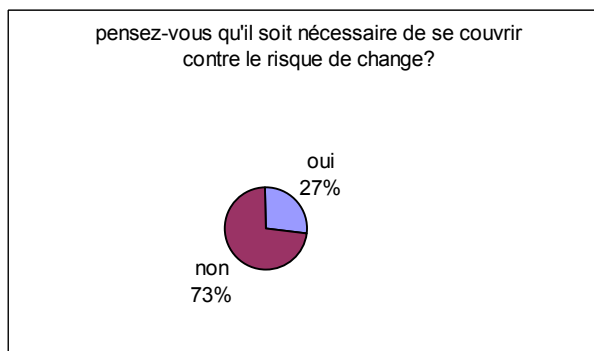
<sup>10</sup> Les entreprises ne possèdent pas d'implantation à l'étranger, ni d'alliance avec des firmes étrangères, ni de compte bancaire en devises, des emprunts en devises ou un service de trésorerie internationale.



variable considérée	moyenne		test-t pour égalité des moyennes	Interprétation des résultats
	producteurs	négociants		
CA 2003	1942655,43	28876146,67	0,000	écart significatif entre les moyennes
CU PDT	1,5568	1,7875	0,080	écart significatif entre les moyennes
effectif	6,79	59,33	0,000	écart significatif entre les moyennes
part de l'export dans CA	0,3357	0,555	0,008	écart significatif entre les moyennes
part des exportations zone euro dans export total	0,672	0,6491	0,808	écart pas significatif entre les moyennes

## 2.2. Perception du risque de change

La perception générale du risque de change pour les producteurs et négociants de la Vallée du Rhône est celle d'un risque peu important et n'ayant que de faibles impacts sur leur résultat. Il en résulte que près des trois quarts d'entre eux ne jugent pas nécessaire de se couvrir. Les dirigeants concernés par le risque de change se trouvent surtout chez les négociants.



objective. Les résultats des tests sont donnés dans le tableau ci-dessous. Concernant la relation entre la perception du risque de change et la nécessité ou non



de se couvrir contre ce risque, les résultats et donc les comportements semblent assez rationnels : les entreprises qui ne jugent pas nécessaire la couverture sont celles qui considèrent le risque de change comme peu important ou nul et celles qui jugent ce risque comme nul n'ont pas répondu oui à la nécessité de se couvrir, ce qui aurait été totalement irrationnel.

Toutefois les réponses sont plus significatives lorsque l'on considère la relation entre la perception du risque et l'impact sur le résultat de l'entreprise : Bien que la majorité des réponses soient cohérentes, c'est-à-dire que ceux qui jugent le risque peu important considèrent l'impact de celui-ci sur leurs bénéfices comme faible. Il existe un petit nombre de cas où le risque est jugé comme important voire très important mais l'impact sur les bénéfices faibles. L'explication réside sans doute dans le recours à l'euro pour facturer les exportations, qui permet un impact limité sur les résultats. Il faut donc faire une distinction entre le risque de change potentiel engendré par les exportations hors de la zone euro et le risque de change effectif qui provient uniquement des facturations en devises.

La perception du risque de change est indépendante du mode de facturation et de l'impact que celui-ci peut avoir sur les résultats de l'entreprise. En effet, quelle que soit leur perception du risque, les acteurs de la filière utilisent l'euro comme monnaie comme monnaie de facturation pour leurs exportations hors zone euro.

relation entre...	valeur du khi2 de Pearson	signification asymptotique	Interprétation des résultats
perception du risque-volonté de se protéger contre risque	21,099	0,000	forte dépendance
perception du risque-estimation de l'impact du risque sur les résultats	102,978	0,000	forte dépendance
estimation de l'impact du risque sur le résultat-volonté de se protéger	18,034	0,000	forte dépendance
perception du risque-facturation en euro pour exportations hors zone euro	2,274	0,893	indépendance
estimation de l'impact du risque sur le résultat-facturation euro pour exportations hors zone euro	1,414	0,965	indépendance

L'ANOVA montre que la perception de l'importance du risque de change et de son impact sur le résultat est significativement liée à l'importance des exportations et à l'exposition au risque de change (part des exports hors zone euro). En revanche la perception du risque ne semble pas être influencée par un effet taille.



		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
C.U.PDT	Inter-groupes	1,060	3	,353	2,738	,053
	Intra-groupes	6,452	50	,129		
	Total	7,512	53			
CA2003	Inter-groupes	641984875211505,000	3	213994958403835,200	,362	,781
	Intra-groupes	29580059072622700,000	50	591601181452454,000		
	Total	30222043947834200,000	53			
EFFECTIF	Inter-groupes	1035,374	3	345,125	,203	,894
	Intra-groupes	86545,028	51	1696,961		
	Total	87580,402	54			
P.EXPORT	Inter-groupes	,878	3	,293	5,429	,003
	Intra-groupes	2,803	52	,054		
	Total	3,682	55			
EXPORT.€	Inter-groupes	,537	3	,179	2,579	,064
	Intra-groupes	3,474	50	,069		
	Total	4,011	53			

### 2.3. Méthodes de gestion du risque de change

Le comportement dominant chez les entreprises du secteur est l'utilisation très fréquente d'une technique de couverture totale, à savoir la facturation en euro de leurs exportations hors zone euro <sup>(11)</sup>(ce comportement est systématique chez les producteurs). Le choix de cette méthode de couverture semble être délibéré puisque les entreprises affirment avoir le choix de la monnaie de facturation dans leurs exportations hors zone euro.

#### Connaissance et utilisation des techniques de couverture contre le risque de change

<b>technique de couverture</b>	connais pas	connais mais n'ai pas recours	connais et ai recours
affacturage	20,8%	75,5%	3,8%
compensations internes	60,4%	37,7%	1,9%
termaillage	71,7%	28,3%	0,0%
clauses monétaires	51,9%	40,7%	7,4%
contrat de change à terme	50,0%	44,4%	5,6%
options de devises	57,4%	37,0%	5,6%
emprunts en devises	57,4%	35,2%	7,4%
assurance change	5,6%	68,5%	25,9%
moyenne	46,9%	45,9%	7,2%

<sup>11</sup> Remarquons cependant que les entreprises dont la part des exportations hors zone euro est faible ne facturent pas systématiquement en euro alors que ceux qui ont une part plus importante des exportations hors zone euro ont plus recours à la facturation en euro. D'autre part, ceux qui facturent le plus souvent en euro pour leur exportations hors zone euro sont ceux qui exportent une grande partie de leur production totale. Il semble donc exister un seuil minimum d'exposition en dessous duquel les entreprises ne jugent pas utile de se couvrir.



Hormis cette méthode jugée naturelle<sup>12</sup> de couverture contre le risque de change, on observe dans l'ensemble une méconnaissance et une faible utilisation des autres méthodes existantes, à savoir l'affacturage, le termaillage, les compensations internes, les clauses monétaires, les contrats de vente à terme, les options de devises, les emprunts en devises ou l'assurance, cette dernière étant tout de même la plus utilisée. Malgré tout, les instruments les plus connus de la filière, bien que non utilisés, sont l'assurance, les contrats à termes et l'affacturage.

Dans l'ensemble, les négociants semblent plus au courant que les producteurs de l'éventail de possibilités qui s'offrent à eux (<sup>13</sup>), ce qui peut s'expliquer par le fait que la vente soit leur métier contrairement aux viticulteurs qui se disent producteurs avant d'être des commerciaux, et qui passent parfois par l'intermédiaire des négociants pour vendre leur production, ce qui élimine immédiatement la question du risque de change.

La relation entre la reconnaissance de la nécessité de se protéger contre le risque de change et la connaissance et/ou l'utilisation des instruments de couverture contre le risque de change, bien que positive, n'est pas significative (<sup>14</sup>), ce qui est preuve d'un écart entre le besoin de couverture ressenti et la satisfaction de ce besoin. Les acteurs de la filière semblent donc éprouver des difficultés à mettre en place une gestion du risque de change. L'analyse de la variance à un seul facteur permet de nuancer cette conclusion car les variables « perception du risque » et « impact du risque sur le résultat » engendrent des écarts de moyennes significatifs dans la connaissance et l'utilisation des méthodes de gestion du risque de change.

Pour terminer nous avons conduit une classification ascendante hiérarchique selon le critère de Ward. La classe 1 (29 entreprises) regroupe des très petites entreprises en effectif aussi bien qu'en chiffre d'affaires. La classe 2 (6 entreprises) regroupe les entreprises les plus ouvertes aux différentes techniques de couvertures contre le risque de change. La classe 3 est composée de la plus grosse entreprise de l'échantillon (270 salariés et un chiffre d'affaires de plus de 165 millions d'euros en 2003).

Paradoxalement, la part des exportations dans le chiffre d'affaires de celle-ci est bien inférieure aux moyennes des deux autres groupes composés d'entreprises plus petites que l'on pourrait croire moins ouvertes sur l'international. Autre fait surprenant, c'est dans le groupe 1 que la part des exportations hors zone euro dans les exportations totales est la plus forte alors que l'on aurait pu croire que plus les entreprises sont petites, plus elles exportent vers des pays qui posent le moins de problème de change : dans la zone euro.

En revanche, comme on pouvait s'y attendre, les trois groupes sont relativement homogènes quant au choix de l'euro comme monnaie de facturation pour leurs exportations hors zone euro ainsi que sur le choix de la monnaie de facturation.

<sup>12</sup> Lors d'entretien, des négociants nous ont expliqué que la facturation en euro est naturelle car les clients ne refusent pas. Cela est dû à l'histoire, les vins français ayant toujours eu été considérés comme des vins prestigieux, les clients acceptant de payer en francs ces vins qu'ils désiraient tant.

<sup>13</sup> Nous avons construit un indicateur synthétique de la connaissance et de l'utilisation des différents produits. La valeur de cet indicateur est significativement supérieure (au seuil de 10 %) pour les négociants.

<sup>14</sup> L'écart devrait être statistiquement significatif car ceux qui jugent nécessaire de se protéger devraient être plus informés et devraient d'avantage utiliser ces outils que ceux qui ne jugent pas nécessaire une telle couverture.



Cette étude exploratoire nous a permis de remarquer que les entreprises du secteur sont plutôt des PME utilisant très souvent voire systématiquement l'euro comme monnaie de facturation, ceci faisant office de couverture contre le risque de change. Ces résultats sont un peu surprenants, particulièrement en ce qui concerne les négociants que nous croyions plus informés sur le risque de change et les autres outils de couverture et plus habitués à les utiliser.

Ces conclusions nous incitent à réfléchir sur la rationalité de l'utilisation de la facturation en euros comme outil de couverture privilégié contre le risque de change par les PME.

### 3. LE CHOIX DES INSTRUMENTS DE GESTION DU RISQUE DE CHANGE

Le choix de la facturation en euros par les PME repose-t-elle sur des éléments objectifs (une relation coût avantage) ? et/ou s'explique-t-elle par la rationalité limitée des dirigeants de PME (connaissances imparfaites, attention limitée, biais comportementaux face au risque) ?

#### 3.1. Les déterminants rationnels de la facturation en euros

La facturation en euros correspond à la prise en charge du risque de change par le client étranger. Il convient donc de se demander si cette catégorie d'agents est objectivement la mieux placée pour prendre en charge ce risque ?

Le client étranger a le choix entre assumer ou gérer lui-même le risque de change, le facturer à ses propres clients, ou le transférer aux institutions financières ou aux investisseurs sur les marchés financiers de son propre pays.

##### 3.1.1. Transfert du risque par l'importateur

Le transfert du risque ne se justifie que si le système financier du client est plus performant que celui auquel a accès la PME exportatrice. Cette différence peut être due à la nature du client, (taille importante, spécialisation ...) ou au système financier du pays du client (gros marchés financiers, système bancaire efficace).

L'argument de la différence d'efficacité des systèmes financiers est sans doute pertinent pour les PME exportatrices des pays en développement ou émergents mais sa portée semble limitée pour les PME françaises. En revanche, il n'est pas déraisonnable de supposer que l'importateur, du fait de sa taille et de son activité, puisse bénéficier de meilleures conditions de couverture que la PME exportatrice.

L'écart de coût entre les couvertures domestiques et étrangères doit être supérieur à la marge éventuelle facturée par l'importateur.

Coût de la couverture pour la PME > Coût de la couverture pour l'importateur + marge éventuelle facturée par l'importateur à ses clients



### 3.1.2. Prise en charges du risque par l'importateur

Dans le cas de la prise en charge du risque par le client lui même, il faut alors démontrer qu'il est capable de gérer le risque de change de manière plus efficiente, non seulement que la PME exportatrice, mais également que le système financier auquel elle peut faire appel. Or, s'il semble plausible que le client soit mieux placé que la PME exportatrice (là encore pour des raisons de taille, de spécialisation ou de diversification du risque de change), il paraît plus difficile de justifier son avantage comparatif par rapport au système financier de l'exportateur. Nous développerons l'argument selon lequel bien qu'il n'est pas d'avantage dans l'absolu sur le système bancaire, l'importateur peut offrir un service de couverture compétitif lorsqu'on se place du point de vue de la PME exportatrice.

Les faiblesses de l'importateur en ce qui concerne la gestion du risque de change sont doubles :

- la diversification des risques : il est difficile d'imaginer un client avec des risques mieux diversifiés que ceux d'une banque,
- l'expertise : là encore, il est difficile d'imaginer que le client est un avantage comparatif face à des institutions dont la gestion du risque de change est l'un des cœurs de métier.

Mais ces faiblesses peuvent être plus que compensées aux yeux de la PME par les avantages suivants :

- des coûts de transaction : la couverture est intégrée dans le contrat de vente au lieu de devoir être négociée à part, la PME n'utilise qu'un seul système de facturation au lieu de plusieurs (facturation dans les différentes devises),
- de l'adéquation de la couverture à l'exposition au risque de change : la couverture proposée est, par nature, parfaitement adaptée à la nature de l'exposition au risque de change, ce qui n'est pas vrai pour les contrats proposés sur les marchés financiers et dans une moindre mesure pour les solutions proposées par les banques, Le risque de base généralisé, c'est-à-dire l'écart entre la nature de l'exposition et la couverture proposée est donc faible ou nul,
- de la négociation : la couverture n'est qu'un élément de la négociation (qui porte sur le prix, les quantités, la qualité, les délais, les moyens de paiements ...), la PME peut donc proposer en échange de la couverture, des contreparties différentes de celles qu'elle peut offrir au système financier. Autrement dit, au lieu de payer la couverture en monnaie, elle peut proposer des compensations qui lui conviennent mieux.

### 3.1.3. Facturation de la couverture au client final

Enfin, si l'importateur est un intermédiaire, il peut prendre en charge le risque de change puis le facturer à ses propres clients. Pour la PME exportatrice, la couverture possède alors un coût d'opportunité. Car si la demande est élastique au prix, l'intégration du coût de la couverture au prix facturé au client final aura pour effet de réduire la demande. Dans ce cas, le coût de la couverture par la PME elle-même doit être comparé à la hausse du prix en devise ou à l'élargissement des débouchés. Le succès du remplacement d'une facturation en euros par une facturation en devises dépend donc de manière cruciale de la façon dont la modification de prix sera



répercutée sur le client final et de la réaction de ce dernier. Le remplacement sera donc d'autant plus efficace que l'entreprise maîtrise le circuit de distribution à l'export. Il est clair que cette maîtrise est très souvent hors de portée des PME exportatrice.

Du point de vue de la PME exportatrice, le remplacement de la facturation en euros par la facturation en devises n'est intéressante que si :

Prix en devise \* (1/taux de change) – coût de la couverture pour la PME > prix en euros

Pour le client le même remplacement n'est intéressant que si :

Prix en euros\* taux de change + coût de la couverture par le client > prix en devise

Pour vérifier ces deux inégalités, le prix en devises doit être compris entre :

Prix en euros \* taux de change + coût de la couverture par le client > Prix en devise  
> (prix en euros + coût de la couverture par la PME)\*taux de change

Ces inégalités ne sont vérifiées que si le coût de la couverture pour le client est supérieur au coût de la couverture pour la PME, exprimé dans la même devise. Cette condition est nécessaire mais pas suffisante car, pour que le changement de monnaie de facturation soit intéressant, il faut que la PME puisse répercuter le coût de la couverture sur ses prix. L'exemple suivant illustre les problèmes auxquels sont confrontés les PME.

Une PME exporte son vin aux USA, elle le vend à un importateur au prix de 100 € l'hectolitre. L'importateur le facture à ses clients américains à 122 \$ l'hectolitre. L'euro vaut 1,2 dollars. Si la PME se couvre elle-même, il lui en coûte 1 € l'hectolitre.

En théorie, la PME a intérêt à facturer en dollars puisque son coût de couverture est de 1,2 \$ alors que celui facturé par l'importateur est de 2 \$. En pratique, pour capturer le gain lié à la couverture, il faut que la PME puisse :

- facturer à l'importateur à plus de 121,2 \$, alors qu'elle facturait à 120 \$,
- facturer directement au client un prix inférieur ou égal à 122 \$.

La première solution suppose que l'importateur accepte la hausse du prix de vente en dollar, ce qui est possible s'il capture une partie du gain lié à la baisse du coût de la couverture.

Si sa marge sur la couverture est de 0,5 \$ et que la PME négocie un prix de vente à 121,4 \$, le nouveau contrat est bénéfique pour les deux parties. La marge de l'importateur passe à 0,6 \$ (122-121,4), la marge de la PME augmente de 0,2 \$.

Dans le second cas, la PME peut essayer de conserver la totalité du bénéfice lié à l'économie sur la couverture de change et éventuellement capturer la marge de l'importateur. Cette stratégie n'est valable que si elle est capable de maîtriser le circuit de distribution à l'export aussi bien que l'importateur. Cette condition paraît peu plausible dans le cas d'une PME.



### 3.2. Les explications comportementales de la préférence pour la facturation en euros

La facturation en euros intègre la couverture à l'acte de vente ce qui minimise les coûts cognitifs. Le dirigeant de la PME ne perd pas de temps à : s'informer sur les différents produits de couverture existants, comprendre et comparer ces produits, maîtriser leur utilisation. Il hésitera d'autant plus à se lancer dans cet investissement cognitif que les avantages de la facturation en devises ne sont pas (voir paragraphe précédent) ou ne lui apparaissent pas (du fait de l'illusion de gratuité de la couverture lors de la facturation en euros) décisifs.

A ces coûts cognitifs peuvent s'ajouter des coûts affectifs du fait de la mauvaise image du monde de la finance chez les viticulteurs. Cette aversion à la sphère financière (qui peut être supérieure à l'aversion au risque !) s'exprime dans les réponses à notre questionnaire exploratoire, elle est confirmée par l'enquête menée par GARCIA [2005] sur un échantillon de viticulteurs appartenant à plusieurs régions de production. L'aversion est particulièrement forte (voire virulente) à l'égard des marchés financiers.

Le tableau suivant propose une synthèse des principales caractéristiques des différents modes de couverture.

	Gestion du risque par l'entreprise elle même	Gestion du risque par le client	Gestion du risque par la banque	Gestion du risque par les marchés financiers
Coûts de protection contre le risque	Visible si comptabilité de gestion	Souvent invisible	visible	visible
Coûts de transaction <sup>(15)</sup>	faible	faible	Moyen/fort	Moyen
Coûts cognitifs	faible	faible	moyen	fort
Coûts affectifs	faible	faible	Faible/moyen	fort
Efficacité de la couverture	?	Pas de risque de base	Risque de base	Risque de base

## CONCLUSION

Les conclusions de notre étude exploratoire et les réflexions qu'elles ont engendrées sur le rôle de la facturation en euro nous conduisent à mettre en œuvre de nouvelles études empiriques pour valider les éléments d'explication avancés, explorer de nouvelles pistes et proposer des solutions pragmatiques afin d'aider les entreprises à

<sup>15</sup> Les coûts de transactions sur le marché sont les suivants COASE [1937] :

- de découverte des prix adéquats,
- de négociation et de conclusion de contrats (standardisation et certification de la qualité) séparés pour chaque transaction (coûts ex ante),
- coûts d'administration, de surveillance, et de contrôle des contrats (coûts ex post).



faire passer la gestion du risque de change d'une pratique inconnue, complexe et inaccessible en un avantage concurrentiel.

Des entretiens, dont certains ont déjà été menés, vont nous permettre d'établir un second questionnaire encore plus ciblé et précis dans le but de trouver une solution concrète pour cette catégorie particulière d'entreprises. Un autre objectif de ces entretiens et questionnaire sera de vérifier s'il peut y avoir une explication par la finance comportementale de ces attitudes quelque peu irrationnelles de ces entreprises du secteur vitivinicoles.

## BIBLIOGRAPHIE

- ADAM T. (1997), « Risk management in the gold mining industry », Hong Kong University working paper.
- BARTRAM S., (2001), Corporate Risk Management as a lever for shareholder value creation, Thèse, Maastricht University.
- BODNAR G., HAYT G., MARSTON R. & SMITHSON (1995), « Warthon survey of derivatives usage by US non-financial firms », *Financial Management*, 24, p. 104 – 133.
- BODNAR G., HAYT G., & MARSTON R. (1998), « 1998 Warthon survey of financial risk management by US non-financial firms », *Financial Management*, hiver, p. 70 – 91.
- DeMARZO P. & D. DUFFIE D. (1995), "Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting", *The Review of Financial Studies*, 8, p. 743-771.
- DODLE W. (1993), « The trajectory of corporate financial risk management », *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, n°3, pp. 33 – 41.
- FENN G. W. POST M. & SHARPE S.A. (1996), « Does corporate risk management create shareholder value ? » in *Financial Risk and the Corporate Treasury*, Risk.
- FROOT K., SCHARFSTEIN D. & STEIN J. (1993), "Risk Management: Coordinate Investment and Financial Policies", *The Journal of Finance*, 48, p. 1629-1658.
- GARCIA L. (2005), La gestion du risqué sur le marché des matières premières agricoles : application au secteur vitivinicole, thèse de doctorat de l'Université d'Avignon, 218 p.
- GRAHAM J. & ROGERS D. (1999), « Is corporate hedging consistent with value maximization ? an empirical analysis », Duke University, working paper.
- GRAHAM J., & SMITH C., (1999), « Tax incentives to hedge », *Journal of Finance*, 54, n°6, pp. 2241 – 2260.
- MacMINN R. (2002), « Value and Risk », *Journal of Banking & Finance*, 26, pp. 297 – 301.
- MAYERS D. & SMITH C. (1987), "Corporate Insurance and the Underinvestment Problem", *Journal of Risk and Insurance*, 54, p. 45-54.
- MELLIOS C. & VIVIANI J-L. (1999), « La gestion du risque de change par les entreprises à l'aide de produits dérivés », Document de travail, Université Paris 13, 23 pages.
- MODIGLIANI F. & MILLER M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, p. 261-297.
- PRICE WATERHOUSE (ed.) (1995), Corporate treasury control and performance standards, Price Waterhouse,



- PENNINGS J. & LEUTHOLD R. (2000), "The role of farmers' behavioral attitudes and heterogeneity in futures contracts usage", *American Journal of Agricultural Economics*, **82**(4), November, p. 908-919.
- PENNINGS J. & LEUTHOLD R. (2001), "A behavioral approach towards futures contract usage", Mansholt Paper, Mansholt Graduate School, 2001, p. 1-19.
- ROSS M. (1996), « Corporate hedging, what, why and how ? » University of California working paper.
- SANTOMERO A. (1995), « Financial risk management : the whys and hows », *Financial Markets, Institutions & Instruments*, **4**, n°5, pp. 1 – 14.
- SHAPIRO A. & TITMAN S. (1986), « An integrated approach to corporate risk management » in The revolution in corporate finance, Basil, Blackwell.
- SCHRAND C. & UNAL H. « Hedging and coordinated risk management : evidence from thrift conversions », *Journal of Finance*, **53**, n° 3, pp. 979 – 1013.
- SMITH C. (1995), « Corporate Risk Management : Theory and Practice », *Journal of Derivatives*, **2**, n°4, pp. 21 – 30.
- SMITH C. & STULZ R. (1985), "The Determinants of Firms' Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **20**, p. 391-405.
- SMITH C. & WARNER J. (1979), « On financial contracting : an analysis of bond contracting », *Journal of financial Economics*, **7**, n° 2, pp. 117 – 161.
- SMITHSON C. (1998), Managing financial risk, Irwin, Chicago.
- STULZ R. (1984), « Optimal Hedging Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **19**, n° 2, pp. 127-140.
- STULZ R. (1990), « Managerial Discretion and Optimal financing policies », *Journal of Financial Economics*, **26**, n°1, pp. 3 – 27.
- TUFANO P. (1996), « Who manages risk ? an empirical examination of the risk management practices in the gold mining industry », *Journal of Finance*, **51**, n°4, pp. 1097 – 1137.
- TUFANO P. (1998), « Agency costs of corporate risk management », *Financial Management*, printemps, p. 67 – 77.