



## **Ingénierie financière**

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

Dans ce module nous aurons l'occasion de découvrir ou de redécouvrir un certain nombre de thèmes ayant un rapport direct avec ce que l'on peut appeler aujourd'hui l'ingénierie financière :

- La politique de dividende
- La gestion de la valeur de l'action
- Les fusions et les acquisitions
- Les opérations sur les dettes et sur les créances
- Les opérations de désinvestissement et de liquidation dans un contexte de défaillance
- Éthique et gouvernance d'entreprise

### **Programme**

#### **La politique de dividende**

La politique de dividende consiste, pour une entreprise, à déterminer le niveau et la forme de la rémunération qu'elle entend verser à ses actionnaires.

- Le processus et les effets informationnels du paiement du dividende
- La dimension fiscale

#### **La gestion de la valeur de l'action**

La recherche de sources de création de valeur ou l'élimination de sources de destruction de valeur pour les actionnaires peuvent conduire les entreprises à restructurer profondément leurs actifs et passifs.

- Les rachats d'action : les mécanismes, les effets attendus, la mesure des politiques suivies
- Les opérations affectant le nombre d'actions
- Les opérations de restructuration (APA, scission-dissolution, scission partielle avec échange d'actions)
- L'introduction de filiales en bourse

#### **Les fusions et les acquisitions**

Une fusion est une opération par laquelle deux sociétés ou plus se regroupent pour n'en former plus qu'une. Une acquisition, quant à elle, consiste pour une société à prendre le contrôle d'une autre.

- Recherche de synergies et autres facteurs
- Le recours aux holdings
- Les opérations à effet de levier (les LBO,.....)
- Les offres publiques

#### **Les opérations sur les dettes et sur les créances**

Le désendettement (defeasance), l'affacturage et la titrisation : objectifs et modalités

#### **Les opérations de désinvestissement et de liquidation dans un contexte de défaillance**

Effets attendus sur la valeur et logique des cessions. Processus de redressement et processus de liquidation.

#### **Éthique et gouvernement d'entreprise**

Prise en compte de l'éthique dans le management financier de l'entreprise et politique de rémunération des dirigeants.





## Ingénierie financière

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

### La politique de dividende

Lorsqu'une société réalise des bénéfices, ses actionnaires doivent se prononcer lors de l'assemblée générale annuelle sur l'affectation de ces derniers. Deux choix s'offrent à eux : mettre en réserve tout ou partie de ces bénéfices ou les distribuer aux actionnaires sous forme de dividendes. Le flux de Trésorerie FTA correspond au flux de trésorerie disponible, minoré des versements aux créanciers financiers. La politique de dividendes d'une entreprise correspond à la façon dont elle va utiliser son FTA, et notamment à l'arbitrage qu'elle va devoir faire entre conserver cette trésorerie et la distribuer à ses actionnaires. Si elle décide de la distribuer, elle pourra le faire par une distribution de dividendes ou dans le cadre d'un programme de rachat d'actions. La distribution de dividendes est ainsi un moyen pour le dirigeant de rendre aux actionnaires une partie de leurs liquidités. Le rachat d'actions, la diminution de capital et le versement d'un dividende exceptionnel sont également des moyens de reverser aux actionnaires des liquidités. L'observation des politiques de dividendes des entreprises montre une très grande diversité des pratiques. Ceci nous amène à nous poser deux questions :

- quels sont les déterminants de la politique de dividendes ?
- quel est l'impact de cette politique sur la valeur de l'entreprise et son cours boursier ?

#### 1) Les dispositions légales en matière de distribution de dividendes

##### a) Ce que prévoit le code de commerce

Le code de commerce prévoit que "le bénéfice distribuable est constitué par le bénéfice de l'exercice, diminué des pertes antérieures, ainsi que des sommes à porter en réserve en application de la loi ou des statuts, et augmenté du report bénéficiaire". Pour bien comprendre ceci, voyons les trois postes des capitaux propres qui sont concernés par une distribution de dividendes :

- le résultat de l'exercice ;
- le report à nouveau ;
- les réserves.

Le bénéfice de l'exercice correspond au bénéfice tel qu'il apparaît au compte de résultat. Il est donc après impôt. Le report à nouveau correspond aux sommes des exercices antérieurs qui n'ont pas été affectées. Ceci ne concerne que deux situations. La première se produit lorsque la société a fait des pertes. Le résultat de l'exercice déficitaire d'une année apparaît alors l'année suivante en report à nouveau négatif. La seconde situation correspond aux sommes qui n'ont été ni mises en réserve, ni distribuées, généralement pour des raisons d'arrondi de dividende. Il faut distinguer les réserves qui sont obligatoires de celles qui sont facultatives. Elles sont obligatoires lorsqu'elles sont imposées par la loi (réserve légale et réserves réglementées) ou par les statuts. La dotation à la réserve légale est ainsi égale à 5 % du résultat net de l'exercice, diminué de l'éventuel report à nouveau négatif. Elle est obligatoire tant que son montant n'atteint pas 10 % du capital social. Les réserves réglementées doivent être dotées afin de pouvoir bénéficier de certains avantages fiscaux. Les réserves statutaires correspondent à des dotations qui sont prévues dans les statuts. Dans les faits, elles sont très rares car, en imposant une dotation, elles réduisent les marges de manœuvre de l'entreprise. Enfin, les réserves facultatives sont dotées de la part du bénéfice distribuable qui n'a pas été distribuée.

Pour bien comprendre la politique de dividendes, il faut avoir à l'esprit les différences qui existent entre bénéfice distribuable, réserves et trésorerie. Pour pouvoir distribuer des dividendes, il faut avoir un bénéfice distribuable mais également une trésorerie disponible.

Prenons l'exemple d'une société qui affiche au 31 décembre N un bénéfice de 100 et une trésorerie de 100. En janvier N+1, elle réalise un investissement de 100 par autofinancement. D'un point de vue comptable, la société peut distribuer. Mais d'un point de vue pratique, elle ne dispose pas de la trésorerie nécessaire. De même, le fait de disposer de réserves importantes n'implique pas nécessairement d'avoir une trésorerie conséquente. Enfin, une société peut dégager beaucoup de trésorerie au cours d'un exercice et ne pas disposer pour autant d'un bénéfice distribuable. Cette situation peut, par exemple, se rencontrer lorsque l'entreprise a investi dans le passé et comptabilise donc des dotations aux amortissements. Ces dotations, qui sont des charges comptables, réduisent le résultat et donc le bénéfice distribuable mais n'ont pas d'incidence en termes de trésorerie (à l'exception de l'économie d'impôt qu'elles permettent).

En conclusion, pour pouvoir distribuer des dividendes, il faut :

- dégager des bénéfices ;
- disposer d'une trésorerie suffisante.



## Ingénierie financière

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

### **b) Exemple d'affectation du résultat**

Les capitaux propres au 31 décembre N de la société Guitard se présentent comme suit :

- Capital (10 000 actions) : 1 000 000
- Réserve légale : 97 000
- Autres réserves : 7 000
- Report à nouveau : 1 000
- Résultat : 212 000

Les statuts prévoient un intérêt statutaire de 3 %. Les actionnaires, réunis en AGO, décident du versement d'un superdividende de 15,00 € par action et d'une dotation à la réserve facultative de 25 000 € et le report à nouveau du solde.

Dotation à la réserve légale =>  $5\% * 212\ 000 = 10\ 600\ €$ , plafonnée à 10 % du capital social

$[(10\% * 1\ 000\ 000) - 97\ 000 = 10\ 000]$ , soit une dotation de 3 000 €.

Résultat 212 000

- Dotation à la réserve légale - 3 000

+ Report à nouveau + 1 000

= Bénéfice distribuable 210 000

- Intérêt statutaire ( $3\% * 1\ 000\ 000$ ) - 30 000

- Superdividende ( $15,00 * 10\ 000$ ) - 150 000

- Réserve facultative - 25 000

= Report à nouveau 5 000

### **c) Les différents modes de versement des dividendes**

En France, les dividendes sont généralement versés annuellement en numéraire. Il existe cependant d'autres alternatives, plus rares en pratique :

- l'acompte sur dividendes
- le dividende en actions
- le dividende majoré

**L'acompte sur dividendes** consiste au versement anticipé d'une fraction du dividende, sur décision du conseil d'administration. L'avantage ici est d'étaler les décaissements pour l'émetteur et de lisser le revenu pour l'actionnaire. Ce mode de paiement est très peu pratiqué en France.

**Le dividende en actions** doit être décidé par l'assemblée générale ordinaire. Pour l'entreprise, il présente l'avantage de ne pas entraîner de décaissement. Pour l'actionnaire, il peut entraîner des problèmes de trésorerie car l'impôt doit être payé au même titre que s'il avait touché un dividende en espèces. Ceci étant, cette modalité de paiement n'est qu'une option proposée à l'actionnaire, qui peut toujours opter pour un paiement en numéraire. Pour l'actionnaire désirant réinvestir dans l'entreprise, il évite les frais de transaction occasionnés par l'achat d'actions supplémentaires et permet en général de bénéficier d'un prix inférieur au cours de bourse. C'est un mode de règlement en voie de disparition aujourd'hui.

**Le dividende majoré** consiste à verser un dividende supérieur au dividende normal aux actionnaires détenant leurs actions depuis plus de deux ans. La majoration ne peut excéder 10 % du dividende normal.

### **d) Le calendrier d'une distribution**

Tout d'abord, l'assemblée générale ordinaire (AGO) des actionnaires qui va décider de l'éventuelle distribution doit se tenir dans les 6 mois suivant la clôture de l'exercice. Quant au paiement effectif, il doit avoir lieu dans les 9 mois de la clôture. Dans le cas d'une société cotée où l'actionnariat change à chaque instant, c'est celui qui a la qualité d'actionnaire à la date de mise en paiement qui va percevoir le dividende. L'identification de cette date est importante car le jour en question, le cours de l'action décroche d'un montant à peu près égal à la valeur du dividende, ce qui est logique.

Si une action cote 75,00 € et verse un dividende de 7,00 € le 2 mars N, son cours va baisser mécaniquement à 68,00 € le 2 mars car l'actionnaire qui détient une action le 1<sup>er</sup> mars touchera un dividende de 7,00 €, contrairement à celui qui l'achèterait le 2. Cette chute du cours ne modifie pas la richesse de l'actionnaire, mais uniquement sa composition. Le 1<sup>er</sup> mars, il possède une action qui vaut 75,00 € alors que le 2 mars, sa richesse se décompose en une action à 68,00 € et des espèces pour 5,00 €.



## Ingénierie financière

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

### 2) Dans un monde parfait : la thèse de la neutralité

#### **a) La politique de dividende a-t-elle un impact sur la valeur de l'entreprise ?**

Les sociétés qui distribuent de forts dividendes valent-elles plus chères que celles qui n'en distribuent pas ? Comment expliquer les différences de politique de dividendes que l'on peut observer entre sociétés ? Miller et Modigliani (1961) ont tenté de répondre à cette question, en développant un modèle dans un contexte de marché de capitaux parfait, qui suppose :

- l'absence de fiscalité ou de distorsion fiscale entre l'imposition des dividendes et des plus-values ;
- un montant du dividende fixé librement par les dirigeants ;
- un accès au marché financier libre ;
- une absence de frais d'augmentation de capital et de coût de transaction ;
- pas d'asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires ;
- pas de conflits d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires : les dirigeants prennent des décisions qui maximisent le patrimoine des actionnaires.

Dans ce cadre d'hypothèses, ils démontrent que la politique de dividende ne peut influencer la valeur de l'entreprise dès lors qu'elle est sans incidence sur sa politique d'investissement. L'actionnaire est indifférent entre recevoir un euro sous forme de dividende ou sous forme de plus-value.

#### **b) La neutralité de la politique de dividendes selon Miller et Modigliani**

Une société envisage de reverser une partie de sa trésorerie, à hauteur de 1 M€. La valeur de l'entreprise s'élève à 11 M€ et son capital est composé de 100 000 actions. La valeur de l'action est donc égale à  $11\ 000\ 000/100\ 000 = 110,00$  €.

- **Cas n° 1 :**

Si cette entreprise décide de distribuer des dividendes pour un montant de 1 M€, sa valeur va diminuer de 1 M€. La valeur de l'action est alors égale à  $10\ 000\ 000/100\ 000 = 100,00$  € et chaque actionnaire perçoit 10,00 € par action. La richesse de l'actionnaire est donc intacte et se décompose en une action de 100,00 € et des liquidités pour 10,00 €. La distribution de dividendes a seulement modifié la répartition de celle-ci. Dans un marché de capitaux parfait, le jour où le dividende est versé, le cours de l'action baisse d'un montant équivalent.

- **Cas n° 2**

Si cette entreprise décide de distribuer des dividendes pour un montant de 1 M€ et de financer cette distribution par une augmentation de capital. Pour cela, elle doit émettre  $1\ \text{M€}/110,00 = 9\ 091$  actions nouvelles. Le nombre d'actions en circulation est alors de  $100\ 000 + 9\ 091 = 109\ 091$ . La valeur de l'entreprise est inchangée puisque la sortie de trésorerie a été compensée par une entrée d'un montant équivalent.

Le montant du dividende unitaire versé est par contre modifié :  $1\ 000\ 000/109\ 091 = 9,17$  €.

La valeur de l'action est alors de  $11\ 000\ 000/109\ 091 = 100,83$  €, soit une richesse globale de 110,00 € ( $9,17 + 100,83$ ) pour un actionnaire qui détient une action. Dans un marché de capitaux parfait, la distribution de dividendes est sans impact sur la richesse des actionnaires.

- **Cas n° 3**

Si cette entreprise décide de procéder à des rachats de ses propres actions pour un montant de 1 M€, le rachat va se faire au cours de bourse, soit 110,00 € et porter sur  $1\ \text{M€}/110,00 = 9\ 091$  actions. Le rachat d'actions entraînant leur annulation, la valeur de l'entreprise va diminuer de 1 M€ et le nombre d'actions en circulation est de  $100\ 000 - 9\ 091 = 90\ 909$ .

La valeur de l'action est alors de  $10\ 000\ 000/90\ 909 = 110,00$  €. Dans un marché de capitaux parfait, un rachat d'actions est sans impact sur le cours de bourse du titre.



## Ingénierie financière

### « Stratégie d'investissement et création de valeur »

#### Cours

#### c) Conclusion

Lorsque le montant du dividende augmente, l'actionnaire voit ses liquidités augmenter et, de façon symétrique, la valeur de ses actions diminuer. Le montant du dividende distribué n'influence donc pas la richesse de l'actionnaire. Elle entraîne juste une modification de la composition du patrimoine de celui-ci. Si ce résultat est largement discutable du fait des hypothèses réductrices sur lesquelles repose le modèle, il présente l'avantage de mettre en évidence les conditions de sa réalisation.

### 3) Dans un monde imparfait : l'impact de la fiscalité

#### a) Le rôle de la fiscalité

La fiscalité joue un rôle important en matière de politique de dividendes car ces derniers ne sont pas nécessairement taxés au même taux que les plus-values sur actions. Nous avons vu que la distribution de dividendes induit une baisse mécanique du cours du titre.

Supposons un actionnaire qui a acquis une action pour 50,00 € et souhaite la vendre le 30 juin. Elle cote ce jour-là 72,00 €. Sa plus-value est donc de  $72,00 - 50,00 = 22,00$  €. Si, la veille, elle avait versé un dividende de 5,00 €, son cours aurait été de  $72,00 - 5,00 = 67,00$  €, et la plus-value de  $67,00 - 50,00 = 17,00$  €. La taxation de notre actionnaire dans le cadre de son impôt sur le revenu se fera dans des catégories fiscales différentes :

- Sans distribution : 22,00 € au titre des plus-values ;
- Avec distribution : 17,00 € au titre des plus-values et 5,00 € au titre des revenus de capitaux mobiliers.

Si cet actionnaire avait décidé de ne pas vendre son action, il n'aurait fait l'objet d'aucune imposition dans le premier cas et uniquement sur la base des 5,00 € de dividendes dans le second cas. En effet, l'imposition de la plus-value n'a lieu qu'au moment de la cession de l'action. Tant que le titre n'est pas cédé, la plus-value est latente et n'est pas imposable. C'est une seconde différence par rapport aux dividendes.

#### b) La taxation des dividendes et des plus-values

De manière générale, les dividendes sont plus taxés que la plus-value, notamment pour les personnes dont le taux d'imposition se situe dans les tranches les plus hautes. Par ailleurs, le fait que la plus-value ne soit taxée qu'au moment de la cession de l'action permet de reporter dans le temps le paiement de l'impôt. Pour ces différentes raisons, les actionnaires ont généralement intérêt à ce que la société ne distribue pas de dividendes et procède plutôt à des rachats d'actions si elle souhaite reverser des fonds à ses actionnaires car, dans ce cas, seuls ceux qui ont besoin de liquidités vendront leurs titres et seront taxés. On parle alors de dividende "maison" (homemade dividend) car seuls les actionnaires qui ont des besoins de trésorerie vont vendre une partie de leurs actions. Dans ces conditions, toutes choses égales par ailleurs, une société qui procède à des rachats d'actions plutôt qu'à des distributions de dividendes fera économiser des impôts à ses actionnaires, et vaudra donc plus chère.

Dans le cas où l'actionnaire est une entreprise imposable à l'IS (SA, S.A.R.L, sociétés de personnes ayant opté pour l'IS), les dividendes reçus seront imposés au taux de droit commun (33,33 % ou 15 % selon les sociétés). Si la société qui reçoit les dividendes est actionnaire à plus de 5 % de la société qui distribue, elle bénéficie du régime fiscal des sociétés mères-filles. Elle ne sera alors pas imposée sur les dividendes qu'elle reçoit.

Enfin, lorsque la société mère détient plus de 95 % du capital de sa filiale, elle peut opter pour le régime de l'intégration fiscale. Là encore, les dividendes reçus ne sont pas imposables.

En matière d'imposition des plus-values, il faut distinguer les titres de participations des titres de placement. Alors que les titres de participations (détention d'au moins 5 % du capital, prix de revient supérieur à 22 800 000 € ou acquis dans le cadre d'une O.P.A ou d'une O.P.E) sont acquis afin d'exercer un pouvoir sur la société, les titres de placement ont un caractère spéculatif.

Pour les exercices ouverts à partir de 2007, les plus-values à long terme (détention > à 2 ans) sur titres de participations seront exonérées. Une quote-part de frais et charges de 5 % calculée sur le résultat net des plus-values nettes à long terme sur cession de titres de participation sera, en contrepartie, imposée au taux normal.

Lorsque la société revend des titres qu'elle détient depuis moins de deux ans, la plus-value dégagée sera imposée au taux normal. Enfin, en cas de titres de placement, la plus-value est considérée comme un produit financier et est donc imposée au taux normal.



## Ingénierie financière

### « Stratégie d'investissement et création de valeur »

#### Cours

##### c) L'effet de clientèle fiscale

Nous venons de voir que la plupart des investisseurs préfèrent réaliser des plus-values que de recevoir des dividendes. L'intensité de cette préférence va dépendre du différentiel de taxation entre plus-values et dividendes et conduire les sociétés à attirer des investisseurs selon leur politique de dividendes. Les actions à dividendes élevés seront recherchées par les investisseurs faiblement imposés tandis que les actions à faibles dividendes et fortes plus-values auront les faveurs des investisseurs se situant dans les tranches élevées de l'impôt sur le revenu. C'est ce que l'on nomme l'effet de clientèle fiscale.

#### 4) Les autres déterminants de la politique de dividendes

##### a) Le financement de projets d'investissement

La décision de verser ou non un dividende est également liée aux projets d'investissement de l'entreprise. Une entreprise peut décider de ne pas distribuer de dividendes et de mettre en réserves une partie de ses bénéfices afin de pouvoir les réinvestir dans des projets rentables, c'est-à-dire à V.A.N positive. La politique de dividendes est alors un sous-produit de la politique d'investissement de l'entreprise.

En revanche, si la société ne dispose pas de projets rentables, elle doit réaliser un arbitrage entre distribuer et mettre en réserves. La mise en réserves lui permet d'accroître sa trésorerie disponible et ainsi réduit son risque de défaut et le coût de nouveaux financements. Le cas de Microsoft est assez révélateur. La société a été créée en 1975 et a attendu 2003 pour distribuer son premier dividende.

L'année suivante, elle versait un dividende exceptionnel de 53 milliards de dollars. Tout ceci n'a pas empêché le titre de voir son cours s'envoler sur la période, passant, par exemple, de 0,08 \$ début 1986 à 30 \$ fin 2006.

Dans certains cas, une société va se constituer une trésorerie importante afin de financer une acquisition future. En mettant en réserves ses bénéfices, elle se constitue un "trésor de guerre" et s'évite les coûts de transaction associés à un financement externe (augmentation de capital ou dette).

Les entreprises jeunes, novatrices et en phase de croissance ont tendance à verser peu ou pas de dividendes. A l'inverse, les entreprises ayant atteint leur phase de maturité distribuent des dividendes élevés. Mais cette mise en réserves induit des coûts d'agence et éventuellement une hausse de l'imposition. La trésorerie qu'elle se constitue va être placée dans des instruments financiers qui vont lui procurer des produits imposables. Or ces produits de trésorerie seront taxés au taux de droit commun (33,1/3 %) alors qu'ils l'auraient été au taux marginal d'imposition de l'actionnaire si les fonds concernés avaient été distribués. Cette mise en réserve peut également induire des coûts d'agence car les dirigeants vont se trouver à la tête d'une trésorerie importante dont l'utilisation pourra ne pas être efficiente.

C'est pourquoi la théorie de l'agence parle de rôle disciplinaire de la dette.

Une société qui a besoin de s'endetter pour financer ses projets d'investissements sera mieux gérée que si elle peut les autofinancer avec sa trésorerie car l'existence de dettes met les dirigeants sous pression. S'ils ne sont pas performants, la société risque de ne pas être en mesure de faire face à ses engagements vis-à-vis de ses banques, et de se retrouver en situation de défaut.

##### b) Le dividende comme signal

Dans la plupart des entreprises, et notamment celles où l'actionnariat est très dispersé, il y a séparation entre la propriété (les actionnaires) et la gestion de l'entreprise (le dirigeant). Il s'ensuit des problèmes d'asymétrie d'information. Pour rassurer les actionnaires et le marché quant à la bonne santé de l'entreprise, les dirigeants doivent émettre des signaux qui soient à la fois crédibles et coûteux. Le niveau du dividende constitue un de ces signaux. Un dirigeant ne peut se permettre de verser un dividende significatif que s'il anticipe un avenir favorable à l'entreprise. Ce signal est coûteux, et donc crédible, car il ne peut être imité par des entreprises dont les perspectives sont mauvaises car cela les mettrait en difficultés financières. De la même façon, si une entreprise continue à verser le même dividende alors que son bénéfice est en diminution, cela peut être interprété par le marché comme le fait que le dirigeant considère que la baisse du bénéfice n'est que passagère. C'est d'ailleurs pour se prémunir contre l'envoi d'un signal négatif au marché que les entreprises ont tendance à lisser dans le temps leurs distributions de dividendes. Alors que leurs résultats peuvent être très variables d'une année sur l'autre, on observe une relative régularité dans les distributions.

Les dividendes sont beaucoup moins volatiles que les bénéfices. En maintenant le dividende stable, les dirigeants se ménagent des réserves en cas de baisse des bénéfices futurs. Ils ne l'augmentent que s'ils sont convaincus de pouvoir le maintenir à ce niveau les années suivantes, et ne le réduisent qu'en cas de graves difficultés.



## Ingénierie financière

### « Stratégie d'investissement et création de valeur »

#### Cours

##### c) La réduction des coûts d'agence

La distribution de dividende, au même titre que l'endettement, peut être considérée comme un moyen de discipline et de contrôle du dirigeant. Pour Jensen (1986), la séparation des fonctions de direction et de possession entraîne des coûts d'agence, les dirigeants pouvant agir dans leur intérêt personnel et non dans celui des actionnaires. Pour limiter ce type de comportement, les sociétés qui dégagent des flux de trésorerie disponibles (FTD) ont intérêt à verser des dividendes afin de réduire les risques d'utilisation inefficace des fonds par les dirigeants.

##### d) Les coûts de transaction

La politique de dividende peut aussi être contrainte par les coûts de transaction que peuvent supporter les actionnaires lorsqu'ils ont besoin de liquidité ou, au contraire, lorsqu'ils veulent placer leurs liquidités. Dans un cas comme dans l'autre, ceci entraîne des coûts, liés aux frais de bourse qui sont à supporter pour vendre des actions, et obtenir des liquidités, ou en acheter pour les placer.

##### e) Les autres facteurs

La finance comportementale permet aussi de justifier la politique de dividendes menée par l'entreprise. Lorsque le marché manque de confiance dans l'avenir, il va préférer que les sociétés distribuent d'importants dividendes, ce qui assure un revenu certain. En revanche, lorsqu'il est optimiste, la non distribution est perçue comme un gage de plus-values futures. La structure de l'actionnariat peut aussi expliquer la politique de certaines entreprises, lorsque leur capital est détenu par un actionnaire majoritaire. Ce dernier peut avoir besoin de liquidités pour réaliser de nouveaux investissements ou, au contraire, peut ne pas souhaiter percevoir de dividende pour ne pas payer d'impôt. À partir de là, sa position d'actionnaire majoritaire peut lui permettre de décider de la politique de l'entreprise, en fonction de ses intérêts personnels. L'existence de clauses d'endettement imposées par les créanciers financiers peut également limiter les marges de manœuvre de l'entreprise. Ces clauses ont pour objet de limiter le risque pris par les créanciers en restreignant les distributions de dividendes de l'entreprise. Ce faisant, la société conserve de la trésorerie et limite ainsi son risque de défaillance.

## 5) Les rachats d'actions et dividendes exceptionnels

Pour reverser des liquidités excédentaires à ses actionnaires, il existe des alternatives à la distribution de dividendes :

- les rachats d'actions, éventuellement suivis de réductions de capital ;
- les distributions de dividendes exceptionnels.

Les programmes de rachats d'actions ont pour objet soit de réduire le capital de la société, soit de lui permettre d'honorer ses engagements envers les détenteurs de dettes convertibles (OCA, ORA...), soit envers ses salariés (attribution d'actions gratuites, plan de stock-options...). Les programmes de rachats ne peuvent porter sur plus de 10 % du capital de la société. Ils peuvent se faire de trois façons :

- par achats au fil de l'eau, c'est-à-dire en bourse et étalé au cours du temps,
- par offre publique
- ou, au contraire, en ciblant certains actionnaires.

La différence essentielle entre ces modes de reversement et le dividende "classique" est que ces deux opérations ont un caractère ponctuel. Un rachat d'actions une année ne laisse pas supposer qu'il y en aura un autre au cours de l'année suivante. De la même façon, les dividendes exceptionnels, comme leur nom l'indique, n'ont pas de caractère récurrent. À l'inverse, un dirigeant qui augmente le dividende d'une année aura des difficultés à le réduire l'année suivante, sauf à envoyer un signal négatif à ses actionnaires et au marché. C'est ce que l'on appelle l'effet cliquet. Programme de rachats d'actions par Valéo, mai 2006

À l'occasion de son Assemblée Générale des actionnaires du 17 mai 2006, Valeo a décidé de procéder ou de faire procéder au rachat de ses propres actions, en vue :

- de la mise en œuvre de tout plan d'options d'achat d'actions de la Société ;
- de l'attribution d'actions aux salariés au titre de leur participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise et de la mise en œuvre de tout plan d'épargne d'entreprise ;





## Ingénierie financière

### « Stratégie d'investissement et création de valeur »

#### Cours

- de l'attribution gratuite d'actions au personnel ;
- de la remise d'actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital par remboursement, conversion, échange, présentation d'un bon ou de toute autre manière;
- de l'annulation de tout ou partie des titres ainsi rachetés;
- de la remise d'actions (à titre d'échange, de paiement ou autre) dans le cadre d'opérations de croissance externe;
- de l'animation du marché secondaire ou de la liquidité de l'action Valeo par un prestataire de services d'investissement dans le cadre d'un contrat de liquidité.

## Les fusions acquisitions

Les fusions-acquisitions sont incontestablement un des sujets en finance qui défraie le plus la chronique, parfois avec quelques arrières pensées politiques. L'objet de ce Chapitre est de présenter un cadre d'analyse de ces opérations, loin de toute polémique. Pour croître, une entreprise a le choix entre deux principales alternatives :

- la croissance interne
- la croissance externe.

La croissance interne consiste à créer de toutes pièces de nouvelles capacités productives ou commerciales. Au contraire, la croissance externe revient à acquérir des capacités déjà existantes en prenant le contrôle d'une autre entreprise, en totalité ou partiellement. Ces opérations de croissance externe se font ainsi par le biais de fusions acquisitions. Commençons par quelques définitions :

- une fusion est une opération par laquelle deux sociétés ou plus se regroupent pour n'en former plus qu'une ;
- une acquisition, quant à elle, consiste pour une société à prendre le contrôle d'une autre.

Ces deux opérations sont de nature différente. Une acquisition ne débouche pas nécessairement sur une fusion. Quant à la fusion, elle n'est pas nécessairement la conséquence d'une acquisition. Lorsque la cible est cotée, l'acquisition peut se faire au travers d'une offre publique. Dans ce cas, il n'y a pas négociation du prix d'achat des actions entre l'acquéreur et les actionnaires de la cible. L'acquéreur informe le marché de son intention d'en acquérir les titres, à un prix donné, libre aux actionnaires de la cible d'accepter l'offre et d'apporter leurs titres ou de la refuser.

Ces opérations peuvent s'analyser de différentes façons, selon leur caractère amical ou hostile, leurs motivations ou leurs modalités de mise en œuvre.

Elles sont amicales lorsque les directions des deux sociétés sont favorables à l'opération.

Elles sont hostiles lorsque les dirigeants de la cible y sont opposés. Les actionnaires de la cible peuvent être payés en numéraire, en titres ou par une combinaison des deux. Les actifs de la cible peuvent rester en l'état ou être répartis entre plusieurs sociétés. Lorsque la prise de contrôle est payée en numéraire, l'acquéreur peut la financer par l'émission d'actions nouvelles (augmentation de capital) ou par dettes (bancaires ou obligataires). Le remboursement de la dette peut être à la charge de l'initiateur de l'opération ou de la cible (LBO : Leverage Buy-Out).

Enfin, la prise de contrôle peut résulter d'une bataille de mandats (proxy fight) au cours de laquelle des groupes d'actionnaires se constituent pour renverser la direction. Ce fut le cas en 2004 où une coalition de petits actionnaires mit en minorité la direction d'Eurotunnel lors de l'assemblée générale annuelle, conduisant à son renversement.

Enfin, d'un point de vue purement financier, ces opérations s'analysent comme des projets d'investissement, dont il convient d'apprécier la création de valeur et de rechercher le financement optimal. Au niveau mondial, General Electric est le plus grand conglomérat et une des premières capitalisations boursières. Elle est notamment présente dans six secteurs :

- GE Commercial Finance : financements à destination des entreprises ;
- GE Healthcare : technologies et services à destination du secteur médical ;
- GE Industrial : regroupe les différentes activités industrielles du groupe ;
- GE Infrastructure : services et technologies à destination des États et collectivités locales (énergie, eau...), et du secteur des transports ferroviaire et aérien ;
- GE Money : financement des particuliers ;
- NBC Universal : médias et divertissements.





## Ingénierie financière

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

### 1) Les aspects stratégiques des fusions acquisitions

#### a) Les différentes formes de croissance externe

Les opérations de croissance externe par voie de fusion acquisition peuvent être classées en trois grandes catégories. Les opérations d'intégration horizontale consistent à rapprocher deux sociétés qui opèrent dans le même secteur d'activité, et sont donc concurrentes. Ces opérations sont principalement motivées par la réalisation d'économies d'échelle ou la volonté d'accroître le pouvoir de marché du groupe. Elles sont encadrées par les autorités de régulation des concentrations car elles limitent la concurrence au sein du secteur, ce qui peut être préjudiciable pour les consommateurs. Les fusions entre Air France et KLM (mai 2004) ou entre Total Fina et Elf Aquitaine (février 2000) sont des exemples d'opérations horizontales. Les opérations d'intégration verticale impliquent la prise de contrôle d'une activité en amont (fournisseur) ou en aval (client) de l'activité de l'acquéreur. Les avantages de ces opérations varient selon les contextes :

- rationalisation des activités,
- amélioration de la coordination entre activités,
- contrôle des approvisionnements et de leur qualité,
- appropriation des marges réalisées précédemment par l'activité absorbée,
- réalisation d'économies d'échelle,
- accroissement du pouvoir de marché...

Cette stratégie s'illustre notamment dans le secteur pétrolier, où les grands groupes contrôlent toutes les activités, de l'exploration jusqu'à l'exploitation de la station-service. Plus récemment, la même stratégie a été retenue par Apple qui produit des iPod, qui sont vendus dans des Apple Store et dont la musique s'achète sur iTunes. Les grands groupes ont plutôt tendance, depuis plusieurs années, à abandonner ce type de stratégie pour se recentrer sur leur cœur de métier, en cédant ou en externalisant les activités qui n'en font pas partie. Les opérations conglomerales concernent des sociétés dont les activités sont sans lien. Elles se sont principalement rencontrées dans les années 60 et 70. On parle alors de diversification. Plusieurs types d'acquisitions conglomerales peuvent être distingués :

- les opérations conglomerales concentriques consistent à prendre le contrôle d'une société dans le but d'étendre l'activité de l'acquéreur, leurs métiers étant proches.
- les autres sont qualifiées d'opérations conglomerales pures.

Un cas emblématique est le groupe Vivendi. La société fut créée en 1853 sous le nom de Compagnie Générale des Eaux (CGE) et avait pour activité la distribution d'eau à Lyon. À partir des années 1980, elle débute un processus de diversification conglomerale (transport, énergie, immobilier, Canal + en 1983, SFR en 1987). Elle change de nom en 1998 pour devenir Vivendi, avant d'être scindée en deux groupes en 2000 (Vivendi Universal et Vivendi Environnement, aujourd'hui Veolia). En 2006, Vivendi Universal change à nouveau de nom et redevient Vivendi, à l'activité recentrée autour des télécoms et des médias. Le conglomérat a vécu.

#### b) Les motivations des opérations de fusion acquisition

Les opérations de fusion-acquisition peuvent avoir des motivations très diverses. Il est possible de les regrouper en trois grandes familles, les opérations fondées sur la réalisation de synergies, celles fondées sur la sous-valorisation de la cible et, enfin, celles dont la création de valeur espérée trouve son origine dans d'autres justifications. Dans la pratique, les fusions sont assez souvent des échecs car il est particulièrement complexe de faire se rapprocher des sociétés dont la culture peut être très différente. Les gains qui en résultent sont alors inférieurs aux coûts de l'opération, induisant une destruction nette de valeur.



## Ingénierie financière

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

### 2) Les opérations fondées sur la réalisation de synergies

Il y a effet de synergie dès lors que le rapprochement de deux sociétés permet de réduire les coûts ou d'augmenter le chiffre d'affaires du nouvel ensemble. Ainsi, lorsque deux sociétés, A et B, se rapprochent,  $V_{A+B} > VA + VB$ .

Il y a création de valeur dès lors que le gain associé à l'opération (gain =  $V_{A+B} - VA - VB$ ) est supérieur aux coûts engendrés par l'opération (avocats, conseils...) et à la prime qui doit être offerte aux actionnaires de la cible. Ces synergies peuvent avoir plusieurs sources.

#### a) La réalisation de synergies opérationnelles et d'économies d'échelle

Ici, les fusions acquisitions se justifient par les effets de synergie ou des économies d'échelle qui se produisent entre les sociétés à l'issue de la prise de contrôle. Ces synergies d'exploitation peuvent résulter du regroupement de certaines des activités des sociétés (marketing, recherche et développement...), d'une amélioration des techniques de production, de la combinaison de ressources complémentaires, de la mise en commun d'actifs (réseau commercial, outil de production...) ou d'effets d'expériences liés à un savoir-faire propre à l'une des entités. Ces effets de synergie peuvent se produire tout autant lors d'une opération d'intégration verticale qu'horizontale, plus rarement lors d'opérations conglomerales.

#### b) La réalisation de synergies financières

L'intérêt d'une prise de contrôle réside ici dans la complémentarité en termes de financement qui peut exister entre deux entreprises qui se trouvent à des cycles de vie (croissance, maturité, déclin...) différents. Une entreprise avec un portefeuille de produits en phase de déclin peut dégager des flux de trésorerie importants. À l'opposé, une entreprise en phase de croissance aura des opportunités d'investissement sans nécessairement disposer de la trésorerie pour les financer. En se rapprochant, les excédents de trésorerie de l'une permettent de financer les projets de l'autre. Il y a alors création d'un marché interne de capitaux au sein du groupe. Cette situation s'est notamment illustrée dans l'industrie du tabac qui connaît un déclin depuis les années 80. Bien que générant d'importants excédents de trésorerie, les entreprises ne disposent pas d'opportunités d'investissements dans leur secteur, ce qui les a conduits à prendre le contrôle d'entreprises évoluant dans des métiers différents. Ceci s'est illustré par lors du rachat en 1987 de General Food par Philip Morris pour 5,6 Mds de dollars. Une diversification peut également permettre de réduire les coûts de faillite et ainsi accroître la valeur globale de l'entreprise. En fusionnant, les sociétés impliquées réduisent leur probabilité de se trouver en situation de défaut de paiement, réduisant leur risque de faillite.

#### c) La réalisation de synergies fiscales

S'il est peu probable que la fiscalité soit à l'origine de la prise de contrôle, elle peut, au moins partiellement, expliquer la création de valeur qui en résulte. Si l'opération permet d'obtenir 95 % du capital de la cible, il est possible de pratiquer une intégration fiscale. Les résultats de la cible acquise remontent au niveau de la société mère. Les bénéfices et les pertes des sociétés du groupe se compensent, ce qui permet de payer moins d'impôt sur les bénéfices. Ceci a notamment trouvé à s'illustrer lors de la fusion entre Matra (défense, bénéficiaire) et Hachette (médias, déficitaire) en 1992. La fiscalité joue également un rôle de premier ordre dans les opérations à fort effet de levier, de type LBO car les intérêts d'emprunts sont des charges fiscalement déductibles.

### 3) Les opérations fondées sur la sous-valorisation de la cible

Contrairement aux opérations fondées sur la réalisation de synergies, qui impliquent nécessairement au moins deux sociétés, ici, seule la société cible est concernée.

#### a) L'inefficience managériale

Lorsqu'une entreprise est considérée comme mal gérée, sa valeur est décotée par le marché. Une équipe externe de managers peut alors décider d'en prendre le contrôle afin d'en améliorer la gestion et de réaliser une plus-value. La prise de contrôle a alors un objectif disciplinaire. Le but recherché est d'y redéployer et d'y réorganiser les actifs et de remplacer les dirigeants en place. La prime offerte aux actionnaires de la cible lors de la prise de contrôle représente dans ce cas une part des gains liés à cette réallocation.



## Ingénierie financière

### « Stratégie d'investissement et création de valeur »

#### Cours

##### b) Sous-évaluation des titres de la cible

Ici, l'opération a pour origine une sous-évaluation de la société cible qui peut s'expliquer par le fait que l'initiateur détient une meilleure information que le marché ou que ce dernier perçoit de façon négative la société ou le secteur dans lequel elle évolue. Ceci suppose donc une inefficience temporaire du marché. L'hypothèse d'une sous-évaluation de la cible est cependant contestable. Du fait de l'efficience du marché dans sa forme semi-forte, le signal créé par l'annonce de l'offre conduira à une réévaluation quasi-immédiate des cours de la cible. Dès lors, une prise de contrôle fondée sur l'inefficience temporaire du marché du titre ne peut engendrer qu'un gain nul pour l'initiateur, et même négatif si l'on tient compte des dépenses qu'il aura à supporter du fait de l'opération.

##### c) Sous-évaluation des actifs de la cible

Dans certains cas, il est moins coûteux d'acheter une entreprise que d'acquérir sur le marché les différents actifs qui composent son patrimoine. Ceci peut s'expliquer par une mauvaise valorisation de ses actifs ou le fait que des actifs identiques ne se trouvent sur le marché qu'à l'état neuf, donc plus cher. La prise de contrôle de la cible permet d'acquérir un patrimoine ou un appareil de production complet et opérationnel à un coût nettement plus faible que s'il avait fallu le constituer.

##### Exemple

*Ce motif a trouvé à s'illustrer en 1996 sur le marché hors-cote parisien dans le cadre de l'OPA de EEM sur les titres Immobilière Parisienne de la Perle et des Pierres Précieuses (SAI4P). Le patrimoine de SAI4P était composé d'un immeuble (14, Rue Cadet à Paris) et d'actifs de trésorerie (5,7 MF). La capitalisation boursière de SAI4P était de 12,6 MF sur la base de son cours boursier moyen. L'actif net réévalué estimé en fonction des loyers perçus se situait entre 14,8 MF (sur la base d'un rendement locatif de 11 %) et 20 MF (rendement de 7 %). L'OPA fut lancée à 675 F (soit une valorisation de 16,2 MF). Un an plus tard, un bloc représentant 30,6% du capital fut acquis au prix de 800 F. La garantie de cours qui y fit suite en juin 1997 permit de porter la participation totale de EEM à 88,09% du capital, valorisant SAI4P à 19,2 MF (2,8 M€). Le rapport annuel 2005 d'EEM valorise le bâtiment en question à 8,75 M€.*

## 4) Les autres motivations des fusions acquisitions

Les autres sources de création de valeur lors des prises de contrôle peuvent être liées à des phénomènes de transferts de richesse lié à un accroissement du pouvoir de marché, que ce soit au détriment des clients ou des fournisseurs du nouvel ensemble ou de ses salariés, ou à une interprétation erronée de la théorie financière (diversification pure).

##### a) L'augmentation du pouvoir de marché

Un des buts souvent mis en avant lors d'une prise de contrôle est le souhait pour l'acquéreur d'augmenter ses parts de marché. Derrière cet objectif, il y a la volonté de réduire la pression concurrentielle en augmentant le pouvoir de marché du nouveau groupe, voire d'acquérir une rente de monopole. Cette nouvelle position permet de maintenir des prix de vente élevés, sans avoir à craindre de perdre des clients. Ceci est particulièrement vrai dans les secteurs arrivés à maturité où les objectifs stratégiques s'expriment avant tout en parts de marché. Ce phénomène s'est notamment illustré en France en 1996 où la nouvelle législation sur la grande distribution a rendu les ouvertures d'hypermarchés quasi impossibles. Le premier effet de la loi fut une augmentation immédiate des cours boursiers des sociétés du secteur, suivie la même année de l'O.P.A. d'Auchan sur Docks de France. Cette augmentation du pouvoir de marché peut également se produire lors d'acquisitions verticales. Une intégration en aval permet de s'assurer des débouchés, et éventuellement d'évincer des concurrents de l'entreprise acquéreuse. Une intégration en amont permet de garantir des sources d'approvisionnement et de créer ainsi des barrières à l'entrée pour d'éventuels concurrents de l'acquéreur. Ainsi, en rachetant Point.P en 1996, Saint Gobain s'est assuré un réseau de distribution privilégié pour un certain nombre de ses produits.

##### b) Transfert de richesse

L'accroissement de richesse des actionnaires peut également s'expliquer par un effet redistributif au détriment des autres participants à l'organisation (État, prêteurs, salariés, ...). Cet effet s'illustre notamment lors des restructurations qui peuvent accompagner certaines prises de contrôle. Les réductions de salaires ou de certains avantages pour les salariés conduisent ainsi à un transfert de richesse au profit des nouveaux actionnaires. Ce fut, par exemple, le cas lors du rachat de la compagnie





## Ingénierie financière

### « Stratégie d'investissement et création de valeur »

#### Cours

aérienne TWA par Icahn en 1985. Après la prise de contrôle, l'ensemble des salariés, au premier rang desquels figuraient les pilotes, subirent une baisse de leur salaire (-22% pour les pilotes).

#### c) Diversification pure

Cette justification est à l'origine de la constitution, dans le passé, d'un certain nombre de conglomérats. L'idée est ici qu'en se diversifiant, un groupe diminue sa sensibilité à la conjoncture et ainsi réduit la variabilité de ses résultats et, par là même, son risque. Bien que cela soit vrai, cette motivation est cependant erronée en ce sens qu'elle est en contradiction avec la théorie du portefeuille. Un investisseur peut réduire le risque qu'il prend en diversifiant son propre portefeuille, c'est-à-dire en investissant dans un certain nombre de titres différents. C'est la même démarche qui est appliquée par les entreprises conglomérales, à deux différences près :

- cette diversification conglomérale engendre des coûts significativement plus élevés que ceux supportés par un investisseur qui diversifie lui-même son portefeuille (coût de passation de l'ordre de bourse) car elle suppose une équipe de direction pour le groupe, en plus de celle de chaque filiale;
- cette diversification par le conglomérat n'est pas aussi optimale que celle que peut réaliser un investisseur. Autant un investisseur peut aisément constituer un portefeuille comprenant 4,7% de titres du secteur des télécoms, autant il est beaucoup plus délicat pour un conglomérat d'en faire de même.

Au final, il est préférable pour un investisseur de diversifier lui-même son portefeuille en investissant dans des sociétés non diversifiées (pure players), plutôt que d'investir dans une société diversifiée.



## Ingénierie financière

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

### Chapitre 2: Les aspects financiers des fusions-acquisitions

Afin d'apprécier la pertinence de l'opération et définir ses modalités de mise en œuvre, il convient au préalable de quantifier et de confronter les gains et coûts associés à la prise de contrôle.

#### 1) Création de valeur et prix du contrôle

Rappelons-nous qu'une prise de contrôle n'est rien d'autre qu'un projet d'investissement, dont l'intérêt s'apprécie en estimant la création de valeur qu'il est susceptible de dégager. Les règles mis en œuvre pour déterminer la pertinence des investissements restent donc valables, avec quelques ajustements liés aux spécificités de ce type d'opérations. Dans un premier temps, il est nécessaire d'apprécier les gains associés à l'opération. Puis, dans un second temps, l'acquéreur doit définir la prime qu'il est prêt à payer afin de prendre le contrôle de la cible (prime de contrôle). Sur la base de ces deux éléments, il devient possible d'estimer la création de valeur liée à la prise de contrôle. Comme nous l'avons vu précédemment, l'origine des gains peut être diverse (économie d'échelle, effets de synergie, meilleur management...). Si une société A prend le contrôle d'une société B, il y a gain dès lors que la valeur combinée des deux sociétés ( $V_{a+b}$ ) est supérieure à la valeur des deux sociétés prises indépendamment ( $V_a$  et  $V_b$ ). La même démarche vaut dans le cas d'une simple acquisition, non suivie d'un rapprochement. Il y a gain dès lors que la valeur de la société sous le contrôle de la nouvelle équipe est supérieure à sa valeur sous l'équipe de direction actuelle. Mais il ne suffit pas que l'acquisition dégage un gain pour qu'il y ait création de valeur. Il faut que ce gain soit supérieur à la prime de contrôle (PCb) et aux coûts engagés à l'occasion de l'opération. Ces coûts comprennent notamment le coût des différents intermédiaires (avocats, conseils, banques, agence de communication...). Ces coûts se seraient élevés à 360 millions d'euros dans le cas de l'OPA de Mittal Steel sur Arcelor en 2006, couvrant les frais des 15 banques d'affaires parties prenantes, 14 cabinets d'avocats ainsi que les conseillers en communication et agences de publicité. Cette somme se serait répartie en 80 millions pour Mittal, 140 millions pour Arcelor (qui était initialement opposé au projet) et 140 millions d'indemnités dues par Arcelor au russe Severstal avec qui il avait projeté de fusionner pour contrer l'OPA de Mittal. Pour que les actionnaires de la cible acceptent de céder leurs actions, l'offreur doit leur proposer un prix supérieur à ce cours (on parle de prime de contrôle), ce qui implique que la prise de contrôle crée plus de valeur que le montant de cette prime qui est, en moyenne, comprise entre 15 % et 25 % (et de 82 % dans le cas de l'offre publique de Mittal Steel sur Arcelor). La prime de contrôle correspond au supplément de prix qu'est prêt à payer l'acquéreur pour prendre le contrôle de la cible soit :

**Prime de contrôle = Prix payé –  $V_b$ .**

Cette prime de contrôle est ainsi un gain pour les actionnaires de la cible et un coût pour ceux de l'acquéreur. La création de valeur attendue de la prise de contrôle pour les actionnaires de l'acquéreur est égale à la différence entre le gain espéré et l'ensemble des coûts engagés :

**Création de valeur = Gain – Prime de contrôle – Coûts**

**Création de valeur =  $V(a + b) - V_a - V_b - PCb - Coûts$**

#### Exemple

La société Pénégy, dont l'activité est la production de vêtements de sport est cotée à la Bourse de Paris, sur Alternext. Le cours moyen du titre est de 50 € et sa capitalisation boursière de 500 M€. Des dissensions entre les actionnaires majoritaires laissent à penser que certains vont vendre leurs actions, ce qui permettrait à un groupe étranger d'en prendre le contrôle. Le marché anticipant cette prise de contrôle, le cours de l'action bondit à 55 € à l'annonce du souhait de certains actionnaires de céder leur participation. Les analystes estiment que l'intégration dans un grand groupe permettrait d'accroître les flux de trésorerie disponibles de la société de 6 M€ pour la prochaine année, de 8M€ la suivante, puis de 5 % chaque année (sur un horizon infini). Le coût du capital est de 15 %. Puisque le capital de la société est composé de 10 millions d'actions, la capitalisation boursière de la société suite à l'annonce est de 550 M€, soit une hausse de 50M€. Le gain à attendre du projet s'estime en actualisant le supplément de flux de trésorerie, soit :

**Gain =  $6 * (1,15)^{-1} + 8 * (1,15)^{-2} + [8 * 1,05 / (0,15 - 0,05)] * (1,15)^{-2} \dots \dots \dots$  Gain = 74,78 M€**

L'achat des actions de la société Pénégy à 55 € reste donc intéressante car le marché n'a intégré dans les cours qu'une partie de la création de valeur, à hauteur de 50 M€, alors que les analystes l'estiment à 74,78 M€.





## Ingénierie financière

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

### 2) Les modalités de paiement des actions de la cible

En échange de leurs titres, les actionnaires de la cible peuvent recevoir de l'argent, des actions de l'acquéreur ou une combinaison des deux.

#### Exemple :

En 2004, Sanofi-Synthélabo a lancé une offre publique sur Aventis en proposant trois options possibles :

- Option 1 Une offre principale mixte : cinq actions Sanofi-Synthélabo et 120 euros en numéraire dividende inclus contre six titres Aventis ;
- Option 2 Une offre subsidiaire en espèces, à savoir une offre publique d'achat de 68,93 euros dividende inclus par action Aventis apportée ;
- Option 3 Une offre subsidiaire d'échange, à savoir une offre publique d'échange d'une action Aventis pour 1,1739 action Sanofi.

Le paiement en numéraire présente l'avantage pour les actionnaires de l'acquéreur de maintenir inchangé leur niveau de participation dans la société, en évitant toute dilution du capital. Son second avantage est qu'il réduit l'incertitude quant à la rémunération qui est offerte aux actionnaires de la cible. Le montant qui leur est proposé est certain dans son montant, ce qui n'est pas le cas lorsque le paiement se fait en actions de l'acquéreur. Le paiement par échange d'actions évite à l'acquéreur de réduire sa trésorerie et/ou de s'endetter. Mais, en contrepartie, il entraîne une dilution de son capital, les actionnaires de la cible devenant actionnaires de l'acquéreur. Pour les actionnaires de la cible, ce mode de paiement peut leur permettre de profiter des effets bénéfiques de l'opération dans le futur, au travers de l'éventuel accroissement de valeur des actions de l'acquéreur. Enfin, le paiement en actions présente un avantage fiscal car la plus-value éventuelle (valeur des actions cédées – prix d'acquisition de ces actions) bénéficie d'un sursis d'imposition. Lorsque le paiement des actionnaires de la cible se fait en actions de l'acquéreur, l'estimation de la prime de contrôle devient plus complexe car la valeur des actions qui seront créées à cette occasion dépend de la prise de contrôle elle-même. Or, dès l'annonce de l'opération, les analystes financiers et les investisseurs révisent leurs anticipations de bénéfices et flux de trésorerie futurs afin de tenir compte des conséquences de la prise de contrôle. Ceci conduit à modifier la valeur qu'ils attribuent à l'action, faisant ainsi varier son cours boursier.

#### Exemple

Le 24 février 2006, la société Ponthieu annonce son souhait de prendre le contrôle de Régine, en échange de l'émission de 5,5 millions d'actions. Avant l'annonce, le cours de l'action est de 41 € pour Ponthieu (capital de 10 millions d'actions) et de 72 € pour Régine (capital de 3 millions d'actions). La valeur de marché des deux sociétés avant l'annonce est donc de :

$$V_{\text{Ponthieu}} = 41 * 10 = 410 \text{ M€}$$

$$V_{\text{Régine}} = 72 * 3 = 216 \text{ M€}$$

En tenant compte des effets de synergie et réduction de coûts à venir, les analystes estiment l'accroissement de valeur du nouveau groupe à 56 M€. La question qui se pose pour les actionnaires de Régine est de savoir s'ils ont intérêt ou non à échanger leurs actions contre celles de Ponthieu. Une erreur serait d'estimer la prime qui leur est offerte sur la base d'un cours de 41 euros pour Ponthieu. Cette prime doit se calculer en tenant compte des effets de la prise de contrôle, soit :

$$V_{\text{Ponthieu-Régine}} = 410 + 216 + 56 = 682 \text{ M€}$$

$$\text{Nombre d'actions Ponthieu (après augmentation de capital)} = 10 + 5,5 = 15,5 \text{ millions}$$

$$\text{Cours anticipé de Ponthieu, après rachat de Régine} = 682 / 15,5 = 44 \text{ euros}$$

$$\text{D'où une prime de contrôle de } \Rightarrow (44 * 5,5) - 216 = 26 \text{ M€, soit } 12 \% (26/216).$$



## Ingénierie financière

« Stratégie d'investissement et création de valeur »

Cours

### 3) Les modalités de financement de la prise de contrôle

Le financement de la prise de contrôle peut se faire par autofinancement, endettement ou augmentation de capital. En cas de paiement en numéraire de la prise de contrôle, les sommes versées aux actionnaires de la cible proviennent soit de la trésorerie de l'acquéreur, soit de nouvelles dettes (bancaires ou obligataires). Dans la pratique, la majorité des opérations se font en numéraire, le paiement par titres étant généralement utilisé pour les opérations les plus importantes. De nombreux facteurs vont influencer ce choix :

- La situation financière de l'initiateur : le niveau d'endettement de l'offreur peut contraindre ses possibilités de financement en numéraire. Un paiement par titres lui préserve une plus grande flexibilité quant à ses possibilités de financements ultérieures, et évite de détériorer sa notation par les agences de rating ;
- Le risque de surenchère : si l'offre de prise de contrôle risque de faire l'objet d'une surenchère de la part d'une autre entreprise, l'initiateur a intérêt à faire une offre en numéraire plutôt qu'en titres afin de réduire l'incertitude quant à la valeur de la transaction ;
- La fiscalité : la taxation éventuelle des actionnaires de la cible sera différente selon qu'ils reçoivent des actions ou des liquidités ;
- L'actionnariat de l'offreur : alors qu'une offre en numéraire est sans impact sur la structure de l'actionnariat de l'offreur, il en va autrement lorsqu'elle est payée par titres, les actionnaires de la cible devenant actionnaires de l'offreur ;
- La taille de la cible : plus la taille de la cible est grande comparativement à celle de l'offreur, plus il est délicat pour ce dernier de la payer en numéraire.

### 4) Le partage de la création de valeur

Une fois les gains à attendre de la prise de contrôle évalués, se pose la question de leur partage entre l'acquéreur et les actionnaires de la cible. L'objectif de l'acquéreur est d'en conserver l'essentiel en proposant le prix le plus faible possible alors que les actionnaires de la cible souhaitent lui céder les actions au prix fort. Cette répartition va dépendre du rapport de force entre les différentes parties et du caractère amical ou non de l'opération. Si l'acquéreur a le choix entre plusieurs cibles pour faire jouer les effets de synergie, la répartition de la création de valeur se fera plutôt en sa faveur. À l'inverse, s'il existe peu de sociétés à même de permettre la réalisation de synergies, ce sont les actionnaires de la cible qui sont en position de force pour obtenir un prix élevé. L'acquisition est créatrice de valeur pour l'acquéreur tant que la prime offerte aux actionnaires de la cible reste inférieure aux gains à attendre de la prise de contrôle, nets des coûts qu'elle engendre.

**Supposons une société A ( $V_A = 100$  M€) qui souhaite prendre le contrôle d'une société B ( $V_B = 50$  M€). Une fois regroupées, les deux sociétés formeront un groupe dont la valeur est estimée à 170 M€, après prise en compte des coûts liés à l'opération (4 M€).**

**Le gain net est donc de  $170 - 100 - 50 = 20$  M€.**

**La prime qui peut être offerte doit donc être comprise entre 0 et 20 M€ pour ne pas être destructrice de valeur pour A.**

#### Exemple

*C'est ce qui s'est passé en 2006 dans le secteur sidérurgique lors de l'OPA de Mittal Steel (1<sup>er</sup> rang mondial) sur Arcelor (2<sup>ème</sup> rang mondial). Au début de l'opération, Mittal Steel proposait 28 euros par action Arcelor, soit une prime de 27 % par rapport au cours moyen du titre. Après 5 mois de bataille boursière, Mittal Steel finissait par en prendre le contrôle, en relevant son offre à 40 euros par actions, faisant des actionnaires d'Arcelor les grands gagnants de l'opération.*

Le risque, lors des prises de contrôle hostiles, est que l'orgueil (hubris hypothesis) des dirigeants des sociétés initiatrices les conduise à surestimer la valeur des sociétés cibles, sûrs de pouvoir réaliser d'importants effets de synergie ou réductions de coûts. Ils offrent alors aux actionnaires de la cible une prime trop élevée car ils sont persuadés que leur évaluation est meilleure que celle du marché. L'offre crée un transfert de richesse des actionnaires de la société initiatrice au profit de ceux de la cible, avec une perte nette de richesse due aux coûts de l'offre. Enfin, en cas de compétition entre plusieurs acquéreurs potentiels, le risque lié à cet orgueil est de se trouver dans la situation de la malédiction du vainqueur (winner curse). Le vainqueur est celui qui a le plus offert. Mais pour emporter l'enchère, le vainqueur a dû proposer un prix trop élevé, ce qui le conduit à réaliser une perte.