



23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.

Ethique et gouvernement d'entreprise

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





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Chapitre 1 : Les augmentations du capital

L'augmentation de capital consiste à modifier sa composition :

- Par majoration de la valeur nominale
- Par création de nouveaux titres

Ces augmentations de ne peuvent intervenir que si le capital est entièrement libéré.

Les augmentations de capital sont votées en AGE (Assemblée Générale Extraordinaire) et sont possibles uniquement si le capital initial est déjà intégralement libéré. Les apports en numéraire ou en nature représentent des apports externes (nouvelles ressources).

Il peut arriver qu'une augmentation de capital soit réalisée à l'aide d'un apport interne (incorporation d'une partie des réserves dans le capital)

1. La libération des apports

Les apports en nature doivent être entièrement libérés dès la souscription. Pour les apports en numéraire, les règles de libération des parts sociales (SARL) ou actions (SA) sont identiques, à savoir :

- Libération d'au moins un quart de la valeur nominale (valeur inscrite dans les statuts) à la souscription ;
- Le solde doit être libéré dans un délai maximum de 5 ans à compter de l'augmentation de capital.

2. La valorisation des nouveaux titres émis

La valeur nominale est le prix convenu pour les titres (parts sociales, actions) lors de la création de la société. Elle n'a rien à voir avec la valeur que peut avoir le titre quelques années plus tard.

La valeur réelle d'un titre correspond soit à sa valeur boursière si l'action est cotée en Bourse, soit à la valeur que le titre dégagerait en cas de vente de l'entreprise. La valeur réelle diffère de la valeur nominale car certains éléments de l'actif se sont appréciés au fil du temps.

Le prix d'émission correspond à la valeur des nouveaux titres émis à l'occasion d'une augmentation de capital. Il peut correspondre à la VN ou être fixé à un prix plus élevé pour tenir compte de la valeur réelle des titres. On peut donc émettre les nouveaux titres :

- Soit à la valeur nominale (c'est un minimum) ;
- Soit à la valeur réelle (c'est un maximum) ;
- Soit à une valeur comprise entre les deux : cette règle est privilégiée car elle permet de séduire des actionnaires qui disposeront alors de titres dont la valeur réelle sera supérieure au prix auquel ils les auront achetés.

Pour les augmentations de capital par apport en nature, le prix d'émission est généralement fixé à la valeur réelle des titres.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

3. La prime d'émission

La différence entre le prix d'émission et la valeur nominale est appelée PRIME D'EMISSION. La prime d'émission constitue un complément d'apport.

En effet, si la VN est de 100 €, cela signifie qu'à la création de l'entreprise, on avait demandé 100 € aux associés en échange d'une action. Si, quelques années plus tard, le prix d'émission est de 140 €, cela signifie que l'entreprise demande désormais aux actionnaires 140 € pour une action. Il y a donc un complément d'apport (prime d'émission) de 40 €.

La prime d'émission est entièrement libérée lors de l'augmentation de capital (pour les SA). Dans les SARL, la libération intégrale n'est pas une obligation.

Ce complément d'apport sera une ressource de financement à long terme (classe 1) mais ne constituera pas le capital social (compte 101). Elle sera enregistrée dans le **compte 1041 (prime d'émission)**

4. Les frais relatifs à une augmentation de capital

Les frais relatifs à une augmentation de capital (honoraires, droits d'enregistrement...) sont approximativement les mêmes que ceux d'une constitution. Il existe 3 possibilités pour enregistrer ces frais :

- Imputation sur la prime d'émission (méthode préférentielle)
- Enregistrement en charges
- Enregistrement dans le compte 2013 « frais d'augmentation de capital »

5. L'enregistrement comptable des augmentations de capital

a) L'enregistrement comptable d'une augmentation de capital en numéraire

A partir du prix d'émission, il faut déterminer le **montant de la prime d'émission** et la part de la valeur nominale appelée (au minimum le quart de la VN) et la part de la valeur nominale non appelée (le capital souscrit non appelé)

Exemple : Sachant que la VN = 100 € et que le prix d'émission = 120 €

Calculez :

1. **La prime d'émission (20 €)**
2. **La somme encaissée par l'entreprise ($1/4$ de 100 + 20 = 25+20 = 45 €)**
3. **La fraction du capital non appelée ($3/4$ de 100 = 75 €)**





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

b) L'enregistrement comptable d'une augmentation de capital par incorporation de réserves

Il s'agit d'un virement de compte à compte pour augmenter la valeur du capital social. Cela permet de présenter un montant de « capital social » plus important aux tiers.

Les associés ou actionnaires obtiennent par cette opération un nombre de titres supplémentaires gratuits. Cela a un impact au niveau des distributions de dividendes futurs et au niveau de la souscription à une augmentation de capital en numéraire.

Les anciens associés ou actionnaires qui possèdent des titres se verront attribuer un nombre de nouvelles actions ou parts **proportionnellement** à ce qu'ils possèdent.

Pour la société, il n'y a aucun impact sur la trésorerie, ni de conséquence sur sa structure.

Exemple : La SAS Lionel possède un capital de 9000 actions de valeur nominale 50 €. Elle dispose d'une réserve légale de 45 000 € et d'une réserve facultative de 324 000 €. Présentez le montant des capitaux propres.

Les capitaux propres sont composés de la façon suivante :

- Capital social 450 000 €
- Réserve légale 45 000 €
- Autres réserves 324 000 €

TOTAL DES CAPITAUX PROPRES = 819 000 €

Les actionnaires ont décidé de procéder à une augmentation de capital par incorporation d'une partie des réserves facultatives pour 150 000 € le 10 mars N. Calculez le nombre d'actions nouvelles et calculez la parité entre les actions anciennes et les actions nouvelles.

Montant des réserves à incorporer / Valeur Nominale

150 000 / 50 = 3000 actions

3000 actions nouvelles pour 9000 actions anciennes

Soit une parité de 1 action nouvelle pour 3 actions anciennes.

Enregistrez cette opération dans les comptes de l'entreprise et présentez les nouveaux fonds propres.

Calculez la valeur du titre avant et après l'augmentation de capital.

		10/03/N	
1068		Autres réserves	150 000
	1013	Capital souscrit appelé versé	150 000
		Augmentation de capital par incorporation de réserves	

- Capital social 450 000 € 600 000 €
- Réserve légale 45 000 € 45 000 €
- Autres réserves 324 000 € 174 000 €

Valeur avant 91 € (819 000/9000)

Et valeur après 68,25 € (819 000/12 000)





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

On remarque que la valeur globale de l'entreprise ne varie pas avant et après l'augmentation de capital. En revanche, la valeur unitaire de l'action diminue. Elle passe de 91 € à 68,25 €. Ce phénomène de diminution s'appelle la dilution. La valeur globale de l'actionnaire ne diminuera pas, car en compensation de la baisse de ses actions, il recevra des actions gratuites.

La SAS Lionel procède à une augmentation de capital en numéraire de 4 000 nouveaux titres le 01/06/N. indiquez la fourchette de valeurs possibles des nouvelles actions.

La SAS Lionel pourra fixer son prix d'émission entre 50 € (qui est la VN) et 68,25 € (Valeur mathématique ou réelle).

Elle fixe en définitive, le prix d'émission à une valeur de 64,85 €.

- Calculez la valeur totale de l'augmentation de capital,
- la prime d'émission totale
- et l'augmentation du capital social.

Réponses :

- 259 400 € (4000 titres * 64,85 €) ;
- $(64,85 - 50) * 4000 = 14,85 * 4000 = 59 400$ € ;
- $4000 * 50 = 200 000$ €

Enregistrements comptables

Exemple (suite) : La SAS Ristal appelle le minimum légal le 01/06/N. Enregistrez cette augmentation de capital. La société procède à l'appel du solde du capital le 1^{er} décembre N. Les versements ont lieu le 05/12/N. Enregistrez l'appel du solde et calculez la valeur de l'action à l'issue de cette seconde augmentation de capital.

		01/06/N		
512		Banque	109 400	
109		Actionnaires – capital souscrit, non appelé	150 000	
	1013	Capital souscrit appelé, non versé		50 000
	1041	Prime d'émission		59 400
	1011	Capital souscrit non appelé		150 000
		Constatation du capital		
		01/12/N		
4562		Actionnaires - CSNA	150 000	
	109	Actionnaires – capital souscrit, non appelé		150 000
		Appel du solde de l'augmentation		
		01/12/N		
1011		CSNA	150 000	
	1012	CSANV		150 000
		Reclassement du capital		
		05/12/N		
512		Banque	150 000	
	4562	Actionnaires - CSNA		150 000
		Versement du solde du capital		
		05/12/N		
1012		CSANV	150 000	
	1013	CSAV		150 000
		Reclassement du capital		





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Valeur des capitaux propres après ces opérations :

- Capital social 800 000 €
 - Prime d'émission 59 400 €
 - Réserve légale 45 000 €
 - Autres réserves 174 000 €
- TOTAL = 1 078 400 € /16 000 actions = 67,40 €

Exemple : La société Ristal reçoit une machines-outils de M. Louis le 15/12/N. Elle est estimée par le commissaire aux apports à une valeur de 33 700 €. Calculez le nombre de titres à créer et la prime d'apport, puis, enregistrez cette augmentation de capital.

		15/12/N		
45611		Actionnaires – apport en nature	33 700	
	1013	Capital souscrit – appelé, versé		25 000
	1043	Prime d'apport		8700
		Emission de 500 parts pour apport en nature		
		01/06/N		
2154		Matériel et outillage	33 700	
	45611	Actionnaires – apport en nature		33 700
		Libération des apports en nature		





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Complément : Les variations du capital

Une société augmente son capital pour financer sa croissance ou **pour constater un autofinancement important**. Elle peut aussi considérer que son capital est trop élevé et nuit à la rentabilité financière des titres. Une société peut donc à n'importe quel moment, faire varier son capital social à la hausse ou à la baisse.

1) Les différentes formes d'augmentation de capital

Il existe différentes formes d'augmentation de capital (**par incorporation des réserves, par conversion de dettes, par distribution de dividendes en actions nouvelles**) mais seule l'augmentation par apport en numéraire est source de nouveaux fonds pour l'entreprise. On peut citer les augmentations suivantes :

- Incorporation de réserves
- Conversion d'une dette en capital (compensation avec les créances)
- **Apport en numéraires**
- Apport en nature
- Paiement de dividendes en actions

2) L'augmentation de capital par incorporation de réserves

Elle résulte d'un simple jeu d'écritures comptables et aboutit à la distribution d'actions gratuites aux actionnaires. L'écriture comptable est la suivante :

ACTIF (valeur économique de l'entreprise)	PASSIF
ACTIF IMMOBILISE	CAPITAUX PROPRES
	Capital social (nombre d'actions * Valeur Nominale)
	Prime d'émission (Prix d'émission – VN)
	Réserves
	Résultat N
	RAN
ACTIF CIRCULANT	DETTES
trésorerie	
TOTAL ACTIF	TOTAL PASSIF

106	réserves	X	
101	Capital		X

Il s'agit avant tout d'une opération de "marketing financier", même si la transformation des réserves rend ces dernières non distribuables sous la forme de dividendes, et **accroît alors la solidité financière de l'entreprise**. Ces actions reviennent aux anciens actionnaires qui disposent d'un droit d'attribution proportionnel aux actions qu'ils détiennent :

- à chaque action ancienne est attaché un D.A (Droit d'attribution)
- il y a donc autant de D.A que d'actions anciennes.

Ce droit d'attribution peut être utilisé ou vendu.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Application

Une société au capital de 300 000 actions de valeur nominale 10,00 € dont la valeur mathématiques est de 18,00 €. La société incorpore 400 000 € de réserves par émissions de 40 000 actions. Calculez le droit d'attribution.

Valeur globale de l'entreprise avant augmentation de capital	300 000 actions	18 €	5 400 000 €
Augmentation de capital par incorporation de réserve	40 000 actions	0 €	0 €
Valeur globale de l'entreprise après augmentation de capital	340 000 actions	15,88	5 400 000 €

Valeur de l'action après l'augmentation de capital = $5\,400\,000 / 340\,000 = 15,88$ €

Valeur du droit d'attribution = Valeur de l'action avant – valeur de l'action après = $18 - 15,88 = 2,12$ €

D.A = Valeur avant - Valeur après.

=> Valeur avant = $18,00 * 300\,000 = 5\,400\,000$ €

=> Valeur après = 5 400 000 € (pas de changement de valeur par définition !)

=> Valeur d'une action après incorporation de réserves = $5\,400\,000 / 340\,000 = 15,88$ €

=> D.A = $18,00 - 15,88$

=> D.A = 2,12 €

3) L'augmentation de capital par conversion de dettes

Elle consiste à transformer certaines des créances sur l'entreprise en actions. Les créanciers concernés deviennent ainsi actionnaires de la société, ce qui évite à cette dernière de devoir payer des intérêts et à rembourser le montant emprunté. Cette technique est principalement utilisée lorsque la société connaît de grandes difficultés, comme ce fut le cas pour Eurotunnel.

4) L'augmentation de capital en numéraire

En cas d'augmentation de capital en numéraire, deux possibilités s'offrent à l'émetteur selon le prix d'émission des actions nouvelles :

- l'émission avec droit préférentiel de souscription (D.P.S) lorsque le prix est inférieur au cours boursier de l'action ;
- l'émission directe, sans droit préférentiel lorsque le prix est proche du cours boursier de l'action.

Une société au capital de 300 000 actions de valeur nominale 10,00 € dont la valeur mathématiques est de 18,00 €. L'augmentation de capital est de 20 000 actions émises à 15 €. Calculez le DPS

Valeur globale de l'entreprise avant augmentation de capital	300 000 actions	18 €	5 400 000
Augmentation de capital par apport en numéraire	20 000 actions	15 €	300 000
Valeur globale de l'entreprise après augmentation de capital	320 000 actions	17,81 €	5 700 000

Valeur du DPS = $18 - 17,81 = 0,19$ €

Lorsque l'émission se fait à un prix inférieur au cours boursier, le cours du titre à l'issue de l'opération va mécaniquement baisser, pour se fixer à un niveau égal à la moyenne entre le cours avant l'opération et le prix des actions émises, pondérée par le nombre de titres concernés. **Pour compenser cette perte de richesse des actionnaires, la société leur attribue autant de D.P.S que d'actions qu'ils détiennent.**

Ces D.P.S permettent de souscrire à l'augmentation de capital et peuvent être utilisés par les actionnaires ou revendus.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Lorsque l'action est cotée, le D.P.S le sera aussi. La valeur théorique de ce D.P.S est telle que leur richesse est maintenue intacte et correspond à **la différence entre la valeur de l'action avant l'émission et sa valeur théorique après.**

L'émission à un prix inférieur au cours a pour objet de rendre l'opération attractive aux yeux des investisseurs. Avec cette technique, **il est nécessaire de disposer de D.P.S** pour pouvoir participer à l'opération, ce qui permet aux actionnaires qui le souhaitent de maintenir constante la fraction du capital qu'ils détiennent.

Lorsque l'émission se fait à un prix proche du cours, il n'est pas nécessaire d'émettre des D.P.S puisque la valeur théorique de l'action après l'émission est proche de sa valeur avant. Dans cette situation, les actionnaires en place peuvent bénéficier d'un délai de priorité pour souscrire les actions nouvelles.

Dans le cas d'une société cotée en bourse, l'augmentation de capital est généralement mal perçue par le marché financier et conduit à une chute du cours de l'action.

Le signal associé à l'opération est souvent interprété par ce dernier comme le signe d'une surévaluation de l'action, les dirigeants procédant à une augmentation de capital lorsqu'ils estiment que le cours boursier de la société est survalorisé.

Par ailleurs, ce mode de financement présente l'inconvénient de ne pas constituer un outil de discipline des dirigeants comme peut l'être l'emprunt, où l'entreprise est tenue de payer les intérêts et de rembourser le capital à des échéances données.

Résumons :

- Le capital doit être entièrement libéré.
- **Le prix d'émission doit être compris entre deux limites ; la VN et la valeur économique du titre.**
- **La prime d'émission appartient à l'ensemble des actionnaires**

Application : Le capital d'une société est de 50 000 actions de VN = 10 €. La valeur de l'action avant augmentation de capital est de 17,80. L'augmentation de capital est de 20 000 actions émises à 15 €. Calculez le DPS

- Valeur avant 50 000 actions à 17,80 € soit 890 000 €
- Augmentation CAPITAL 20 000 actions à 15 € soit 300 000 €
- Valeur après 70 000 actions à 17 € soit 1 190 000 €

Valeur de l'action après l'augmentation de capital = $1\,190\,000 / 70\,000 = 17\text{ €}$

Valeur du DPS (Droit Préférentiel de Souscription) =

Valeur de l'action avant – Valeur de l'action après = $17,8 - 17 = 0,8\text{€}$

=> Valeur de l'action après augmentation de capital = $(50\,000 * 17,80) + (20\,000 * 15,00) / 70\,000\text{ €}$

=> Valeur de l'action après augmentation de capital = 17,00 €

=> D.P.S = 17,80 – 17,00

=> D.P.S = 0,80 €





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Chapitre 2 : 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.**





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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 désireux de 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^{er} 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^{er} 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 7,00 €.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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 $1\ M€/110,00 = 9\ 091$ 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 $1\ M€/110,00 = 9\ 091$ 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.

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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.

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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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 (25%) 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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.

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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.

La politique de rachat d'actions (synthèse)

- 1) Les modalités juridiques des opérations de rachat d'actions**
- 2) La politique de rachat d'actions dans la théorie financière**





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Chapitre 3 : 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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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 conglomérales 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 conglomérales peuvent être distingués :

- les opérations conglomérales 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 conglomérales 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 conglomérale (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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.

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 ($\text{gain} = V_{A+B} - VA - VB$) 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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.

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 perçoive 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.

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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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.

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.

Les opérations de restructuration (synthèse)

- 1) Les apports partiels d'actifs
- 2) Les opérations de scission
 - a) La scission-distribution (spin-off)
 - b) La scission-échange (split-off)
 - c) La scission-dissolution ou éclatement (split-up)
 - d) Les cas particuliers





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Chapitre 4: 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. 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 (**Va+b**) est supérieure à la valeur des deux sociétés prises indépendamment (**Va et Vb**). 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, 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).





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

La prime de contrôle correspond au supplément de prix qu'est prêt à payer l'acquéreur pour prendre le contrôle de la cible soit :

$$\text{Prime de contrôle} = \text{Prix payé} - V_b.$$

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 :

$$\text{Création de valeur} = \text{Gain} - \text{Prime de contrôle} - \text{Coûts}$$

$$\text{Création de valeur} = V(a + b) - V_a - V_b - PC_b - \text{Coûts}$$

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 :

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

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€.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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 :

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

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

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

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





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

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 évaluée, 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 (4M€).

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

La prime qui peut être offerte doit donc être comprise entre 0 et 20M€ 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^{er} rang mondial) sur Arcelor (2^{ème} 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.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Les introductions en bourse – Initial Public Offering - IPO (synthèse)

- 1) Les caractéristiques de l'opération
- 2) La mise en œuvre d'une procédure d'introduction en bourse
- 3) Cas concret

Les opérations de fusion-acquisition (synthèse)

- 1) Les motivations des fusions-acquisitions
- 2) Les différentes opérations de fusion-acquisition
- 3) L'appréciation financière des opérations de fusion-acquisition

Le recours aux holdings et aux opérations à effet de levier

- 1) Les sociétés holding
- 2) Les rachats d'entreprise avec effet de levier
 - a. Caractéristiques d'un LBO
 - b. Les principales formes de LBO
 - c. La sortie d'un montage de LBO

Les opérations publiques (OPA – OPE – OPR – OPRO)

- 1) Les offres publiques d'achat (OPA) et d'échange (OPE)
- 2) Les moyens de défense contre les OPA et OPE
- 3) Les offres publiques de retrait





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

Les opérations de titrisation et de défaisance

1) La titrisation

a) Qu'appelle-t-on titrisation ?

La titrisation est un montage financier qui consiste à céder des créances (avec les risques de crédit correspondants) qu'elle détient à des investisseurs, via une entité spécifiquement créée pour l'occasion, le fonds commun de titrisation (FCT). Cette dernière va financer l'acquisition de ces créances en émettant des titres sur le marché des capitaux.

Cette émission prend la forme d'un financement réalisé avec l'émission de titres « adossés » aux créances. Les intérêts et les remboursements en capital sont ainsi assurés exclusivement par les flux financiers liés aux recouvrements des créances. Les investisseurs perçoivent leurs revenus par l'intermédiaire du gestionnaire du fonds.

Dans le cadre réglementaire français, de nombreux acteurs interviennent, à des degrés divers, dans une opération de titrisation. Apparaissent ainsi trois types d'acteurs principaux dont les rôles sont les suivants :

- **Société gestionnaire du FCT**

Son rôle est d'abord celui de mandataire, représentant de la société de gestion. Son rayon d'action est défini et organisé par le législateur.

- **Société dépositaire des fonds**

Elle est, avec la société de gestion, cofondatrice du FCT. Comme son nom l'indique, elle est dépositaire des créances acquises par le fonds, ainsi que de sa trésorerie. Elle édite la brochure d'information en partenariat avec la société de gestion du fonds. C'est un établissement de crédit.

- **FCT (Fonds Commun de Titrisation)**

C'est une entité qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances et d'émettre des parts représentatives de ces créances. Elle est constituée à l'initiative conjointe d'une société chargée de sa gestion et d'une personne morale dépositaire de ses actifs. Pour financer ses acquisitions, il émet des parts et, le cas échéant, des titres de créance, et peut recourir à l'emprunt.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

b) La structuration financière d'une opération de titrisation

Elle est importante car elle permet de gérer le transfert de risque et la liquidité de l'opération. On distingue deux grandes formes de remboursement des titres émis, Les structures de type « pass-through » et les structures de type « pay-through ». Ce sont les structures de type « pay-through » qui sont généralement utilisées dans les titrisations.

La subordination des classes de titres consiste à établir une hiérarchie au sein des investisseurs qui a un impact sur la distribution des liquidités et sur l'assomption/répartition du risque de crédit.

Il existe trois grands types principaux de classes de titres :

- La dette sénior : rendement faible mais très faible exposition au risque de crédit ;
- La tranche mezzanine (ou tranche junior) : rendement et exposition au risque intermédiaires.
- La tranche dite « equity » qui absorbe l'essentiel du risque attaché au portefeuille d'actifs titrisés mais qui possède une forte rentabilité.

2) La défaisance

Sémantiquement, la défaisance est un terme qui renvoie à une technique financière consistant à se défaire d'un élément du bilan. Il faut distinguer deux types de défaisance. Le montage financier peut en effet concerner :

- Des éléments du passif du bilan : on parle alors de « désendettement de fait » *in substance defeasance* ;
- Des éléments de l'actif du bilan : on recourt alors à une structure de cantonnement.

Les innovations financières

1) Les nouveaux acteurs de la finance

2) La place de la technologie et du numérique





EXERCICES





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 1

La société **Baffard** souhaite renforcer sa structure financière, en procédant de façon simultanée à une augmentation de capital en numéraire et à une incorporation de réserves. La société a été créée il y a 5 ans, et avait émis à l'époque 100 000 actions à 10 €.

Depuis, aucune opération sur le capital n'a eu lieu. Ses dirigeants s'interrogent sur les modalités de mise en œuvre de ces deux opérations. **La société est valorisée pour 6 M€ et est à la recherche de financements externes à hauteur de 3 M€.**

Elle souhaite également rassurer ses banquiers en incorporant au capital une partie de ses réserves, à hauteur de 800 K€. Le financement externe peut être assuré par un prêt à hauteur de 1 M€. Pour le reste, elle devra procéder à une augmentation de capital. Monsieur Baffard, son PDG, dispose de 60 % du capital.

Il n'a cependant pas de liquidités pour participer à l'augmentation de capital en numéraire, dont il souhaite que la dilution du capital qu'elle entraînera ne fasse pas tomber sa participation au-dessous de 50 %.

Capitaux propres de Baffard (après affectation du résultat) :

- Capital : 1 000 000 €
- Réserve légale : 100 000 €
- Réserves : 1 100 000 €

Travail à faire :

1. Si les actions de numéraire sont émises à 50 €, quelle sera la valeur de l'action après les deux opérations ? Quelle fraction du capital M. Baffard détiendra ?
2. A quel prix doivent être émises les actions de numéraire pour que M. Baffard détienne 50 % du capital après l'opération ?
3. Comment se structurent les capitaux propres de la société après ces deux opérations (émission des actions de numéraire à 50 €) ?





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 2

La société Lemen a connu ces dernières années de graves difficultés financières Afin de repartir sur de bonnes bases, son PDG, Monsieur Germa, décide de procéder à une réduction de capital, suivie d'une double augmentation de capital simultanée, par conversion de créances et apport en numéraires. Les actionnaires renoncent à leur droit préférentiel de souscription. Avant ces opérations, le bilan de la société se présente comme suit :

Immobilisations	5 000	Capital	2 000
Stocks	700	Réserves	1 000
Clients	800	Report à nouveau	- 1 750
Disponibilités	50	Dettes	5 300
Total	6 550	Total	6 550

Le capital de la société se compose de 100 000 actions, dont 75 000 détenues par Monsieur Lemen, son fondateur.

La valeur de marché des capitaux propre de la société, compte tenu de ses perspectives, et avant recapitalisation, est estimée à 1 575 K€.

La réduction de capital, qui doit faire disparaître le report à nouveau négatif, se fera par diminution du nombre d'actions, en imputant d'abord les pertes accumulées sur les réserves.

La réserve légale (200 K€) ne sera pas touchée.

L'augmentation de capital en numéraire se fera par l'émission de 20 000 actions, entièrement souscrites par Monsieur Germa.

L'augmentation de capital par conversion des créances porterait sur une dette auprès du Crédit Mutuel de Bretagne (2 M€) et sur une dette envers un fournisseur (460 K€). À l'issue de ces différentes opérations :

Travail à faire :

1. De combien d'actions sera composé le capital de la société ?
2. Quelle est la structure de l'actionnariat de la société ?
3. Présenter le bilan de la société.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 3

Le capital de la société Vergne est composé de 250 000 actions de 30 € de nominal. La société procède à une augmentation de capital en numéraire, suivie d'une autre, par incorporation de réserves, selon les modalités suivantes :

- Augmentation de capital en numéraire : émission de 50 000 actions à 60 € ;
- Incorporation de réserves avec distribution de 30 000 actions gratuites.

Le cours de l'action, avant ces deux opérations, est de 65 € et les droits préférentiels de souscription et les droits d'attribution seront négociés à leur valeur théorique.

Travail à faire :

1. Estimer la valeur théorique de l'action après chacune de ces deux opérations.
2. Estimer la valeur théorique d'un droit préférentiel de souscription et d'un droit d'attribution.
3. Combien devra déboursier un investisseur externe à l'entreprise pour acquérir 100 actions de numéraires et 200 actions gratuites ?
4. Combien devra déboursier un actionnaire qui détient, préalablement aux opérations, 1 000 actions, pour acquérir 100 actions de numéraires et 200 actions gratuites ?
5. Si cet actionnaire ne souhaite pas souscrire à ces deux opérations, comment se composera son patrimoine après l'opération.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 4

La société anonyme Mahé est cotée en bourse. Son capital se compose de 1 000 000 actions de valeur nominale 25 €. La valeur de l'action au 1^{er} avril N est de 54 €. Il est décidé d'émettre, le 1^{er} avril N, 400 000 actions de numéraire.

Le prix d'émission est fixé de telle manière que la valeur de l'action après cette opération (achevée le 15 avril N) soit théoriquement de 50 €.

Cette augmentation de capital est suivie le 16 avril d'une incorporation d'une partie de la réserve facultative, toutes les actions (anciennes et nouvelles en numéraire) donnant droit à distribution d'actions gratuites.

Le montant incorporé au capital sera tel que le DA théorique s'établira à 6.25 €, sur la base d'une valeur de l'action de 50 € avant l'opération.

Travail à faire :

1. Calculer le PE d'une action de numéraire et en déduire le montant de la prime d'émission.
2. Calculer la valeur d'un droit de souscription en la justifiant par l'examen de la situation d'un actionnaire nouveau.
3. Calculer le nombre d'actions gratuites à émettre et en déduire le montant des réserves à incorporer au capital.
4. M. Maracic possédait 20 000 actions avant ces opérations. Il participe aux deux augmentations à hauteur des droits qu'il possède. Indiquer le nombre d'actions qu'il détiendra après ces opérations.
5. M. Rouge n'est pas actionnaire. Il désire posséder 2000 actions après les deux opérations. Indiquer le nombre de droits de souscription qu'il devra acquérir et le montant total qu'il devra théoriquement déboursier.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 5

Le capital de la société Chemouni est composé de 10 millions d'actions, qui valent 5,00 euros.

Le capital de la société Gouet est composé de 2 millions d'actions, qui valent 8,00 euros.

Travail à faire :

Quelle est la prime de fusion si :

- la société Chemouni offre deux de ses actions pour chaque action Gouet ;
- la société Chemouni offre deux de ses actions pour chaque action Gouet et qu'à l'annonce de l'opération, le cours de Chemouni baisse de 0,50 euro ;
- la société Chemouni offre 9,50 euros pour chaque action Gouet.

EXERCICE 6

La société Egéris prévoit de se rapprocher de Fédocom.

	Egéris	Fédocom
Cours	100,00	60,00
Bénéfice net	5 000 000	3 000 000
Nombre d'actions	1 000 000	750 000

Travail à faire :

1. Quel est le PER de chaque société ?
2. En cas de fusion-absorption de Fédocom par Egéris, quelle sera la parité d'échange si cette dernière se fonde sur les cours boursiers des deux sociétés ?
3. En supposant que la fusion ne permette pas de dégager de synergie, quel sera le PER d'Egéris après l'opération ?
4. Quel nombre maximum d'actions Egéris peut offrir pour que son bénéfice par action (BPA) ne chute pas ?





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 7

Le capital de la société Germa est composé de 4 millions d'actions qui valent 7,00 euros.

Le capital de la société Lemen est composé de 2 millions d'actions qui valent 3,00 euros.

La société Germa souhaite prendre le contrôle de Lemen et est prête à verser aux actionnaires de Lemen une prime de 20 % par rapport au dernier cours de bourse.

La valeur des effets de synergie à attendre de l'opération est estimée à 3 M€ et les coûts associés à l'opération (avocats...) à environ 1 M€.

Travail à faire :

1. Cette opération est-elle rentable pour Germa ?
2. Comment se répartit la création de valeur à attendre de la fusion entre les actionnaires des deux sociétés ?

EXERCICE 8

La société Guého doit faire l'objet d'un rachat par LBO de la part de Paxpax. Ce fonds de LBO la valorise à 120 M€ et estime pouvoir financer l'opération de la sorte :

- Capitaux propres (100 % Paxpax) : 25 %
- Dette mezzanine : 20 %
- Dette bancaire senior : 55 %

La dette mezzanine est remboursable in fine dans 6 ans alors que la dette bancaire l'est par annuités constantes, sur 5 ans. Paxpax espère sortir de la société dans 5 ans, sur la base d'un multiple du résultat d'exploitation de 10x. Aucun dividende ne sera distribué à Paxpax sur les 5 prochaines années.

Travail à faire :

1. Quel sera le TRI (moyen annuel) de l'opération si le résultat d'exploitation de Guého en N+5 est de 10 M€ ?
2. Quel sera le TRI (moyen annuel) de l'opération si le résultat d'exploitation de Guého en N+5 est de 13 M€ ?





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 9

La société SAB, fabricant de commutateurs d'entreprise (PABX), décide de s'intégrer vers l'aval en offrant à l'ensemble de ses clients européens un service de réparation de ses produits en 48h chrono. Afin de développer cette activité, SAB a décidé de s'associer avec un prestataire logistique, National Express (Natex), internationalement reconnu. SAB devrait ainsi réaliser une augmentation de capital, souscrite pour une moitié, par le groupe SAB et pour l'autre moitié par la société Natex.

Travail à faire :

- 1- A l'aide des informations ci-dessous, déterminer le nombre d'actions créées, le nouveau montant du capital de la société SAB après l'opération et le pourcentage de capital détenu par la société Natex.
- 2- Déterminer le pourcentage de capital détenu par Natex si le prix d'émission avait été de 40 € et expliquez pourquoi le pourcentage de détention diminue.

Informations sur l'augmentation de capital

Avant l'opération, le capital de la société SAB s'élevait à 1M€ (soient 100 000 actions). Le groupe SAB réalise un apport en numéraire pour 1M€ et la société NATEX apporte une de ses plate-forme logistique, située à côté de l'aéroport de Roissy-Charles de Gaulle pour une valeur équivalente. Le prix d'émission des actions a été fixé à 20€.

EXERCICE 10

Considérons le projet de dépenser 12 000 000 € dans un projet industriel ou commercial qui rapportera une recette nette annuelle (recettes moins dépenses) de 2 500 000 € pendant 5 ans.

La recette nette de ce projet est de $2\,500\,000 \times 5 = 12\,500\,000$ €. Elle est supérieure à la ressource investie. Ceci signifie-t-il pour autant que le projet est rentable ? Hypothèse: il est possible de placer les recettes à 8 %. (N'hésitez pas à prendre des exemples chiffrés et éventuellement faire des schémas).

EXERCICE 11

Soit une entreprise qui investit 1 milliard dans 5 actifs de valeur unitaire de 200 millions sur une durée de 5 ans. Montrer sur la base de l'amortissement linéaire le mécanisme d'accumulation du capital qu'induirait le réinvestissement de l'autofinancement dégagé dans des investissements de croissance de même valeur unitaire.

Hypothèse : Bénéfice dégagé totalement distribué / Pas d'imposition.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 12

World Company est déterminée à avoir un bénéfice par action de 2.67 €. Elle acquiert donc Enjoliveurs SA. Vous avez obtenu les renseignements suivants :

	World Company	Enjoliveurs SA	Entreprise fusionnée
Bénéfice par action	2 €	2.5 €	2.67 €
Cours par action	40 €	25 €	
Ratio cours/bénéfice	20	10	
Nombre d'actions	100 000	200 000	
Bénéfice totaux	200 000 €	500 000 €	
Valeur boursière	4 000 000 €	5 000 000 €	

Là encore, il n'y a pas de gain à fusionner. En échange des actions d'Enjoliveurs, World Company émet juste assez de ses propres actions pour assurer son objectif d'un bénéfice de 2.67 € par action.

Travail à faire :

- 1- Complétez le tableau ci-dessus pour l'entreprise fusionnée.
- 2- Combien d'actions de World Company sont échangées pour chaque action d'Enjoliveurs SA ?
- 3- Quel est le coût de la fusion pour World Company ?
- 4- Quel est la modification de la valeur totale des actions de World Company qui sont en circulation avant la fusion ?

EXERCICE 13

En tant que trésorier de Loisirs SA, vous envisagez l'acquisition de Jouets Verts. Vous détenez les informations suivantes :

	Loisirs SA	Jouets Verts
Bénéfice par action	5 €	1.5 €
Dividende par action	3 €	0.8 €
Nombre d'actions	1 000 000	600 000
Cours de l'action	90 €	20 €

Vous estimez que les investisseurs s'attendent à une croissance régulière d'environ 6 % des bénéfices et des dividendes de Jouets Verts. Avec la nouvelle direction, ce taux de croissance devrait augmenter à 8% par an, sans aucun investissement supplémentaire.

Travail à faire :

- 1- Quel est le gain de l'acquisition ?
- 2- Quel est le coût de l'acquisition si Loisirs paye 25 € en espèces pour chaque action de Jouets Verts ?
- 3- Quel est le coût de l'acquisition si Loisirs offre une de ses actions pour trois actions de Jouets Verts ?



23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 14

Le capital de la société anonyme Fiot au 1^{er} janvier N se compose de 40 000 actions de VN = 10€, entièrement libérées. Il est envisagé pour le mois de janvier une augmentation de capital de 8000 actions au PE de 18€, libérés du minimum légal (1/4). Les capitaux propres après affectation prévue du résultat N-1, sont indiqués dans l'extrait du bilan au 31 décembre N-1 (annexe 1). La chronologie des opérations est décrite dans l'annexe 2.

Travail à faire :

- 1- Calculer la valeur mathématique d'une action Fiot au 1^{er} janvier N et vérifier que le prix d'émission des actions nouvelles entre bien dans les limites prévues par la loi.
- 2- Calculer, sur la base de la valeur d'une action au 1^{er} janvier, le montant théorique du droit de souscription. Justifier le montant obtenu en examinant la situation d'un actionnaire nouveau désirant souscrire à l'augmentation de capital.
- 3- Présenter les extraits du bilan au 31 décembre N relatifs aux comptes concernés par les opérations d'augmentation de capital.

ANNEXE 1 : Extrait du passif après affectation du résultat au 31 décembre N-1 (€)

Capital social (dont versé : 400 000 €)	400 000
Réserve légale	40 000
Réserves statutaires	120 000
Réserves réglementées	22 000
Autres réserves	179 000
Subventions d'investissement	43 000
Provisions réglementées	204 000
TOTAL	1 008 000

ANNEXE 2 : Chronologie des opérations

- 15/01/N : ouverture des souscriptions avec date limite de versement le 15/02.
- 15/02/N : toutes les actions nouvelles sont souscrites. Les versements ont été effectués sur le compte de M. D'hoorne, notaire de la société.
- 16/02/N : L'augmentation de capital est constatée par les écritures adéquates.
- 18/02/N : M. D'hoorne vire les fonds sur le compte bancaire de la société, sous déduction d'honoraires et frais pour un montant de 1436€ (dont 196€ de TVA). Ces frais sont inscrits en immobilisations incorporelles et seront amortis sur 5 ans.
- 1/09/N : le conseil d'administration de la société appelle les deuxième et troisième quarts avec date limite de versement à la fin du mois.
- 30/09/N : tous les actionnaires ont effectué leurs versements.

EXERCICE 15

A partir de quel moment peut-on dire que les survaleurs créées par des acquisitions successives peuvent pénaliser la société acquéreuse ?





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 16

Une entreprise, spécialisée dans la fabrication de machines-outils à commande numérique se situe aujourd'hui sur un marché qui s'essouffle, sa gamme de produits étant essentiellement constituée d'équipements banalisés. Les dirigeants sont conscients de la nécessité d'abandonner certaines productions standard dont la marge est minimale et de reprendre l'offensive sur une gamme limitée mais compétitive d'équipements modernes. Il convient donc de procéder à d'importants investissements, dont la rentabilité devrait être très supérieure à celle observée actuellement par la société sur ses actifs, mais dont le risque est également plus élevé.

Pour réaliser ce projet, l'entreprise devrait acquérir, début N, de nouvelles installations et équipements. Deux solutions s'offrent à elle, dont il convient d'évaluer la rentabilité économique et financière ; leurs données, ainsi qu'un certain nombre d'informations concernant la société elle-même, sont fournies en annexe. Cette étude porterait sur les cinq premières années d'exploitation, horizon prévisionnel du projet dans un premier temps.

Les calculs seront effectués en milliers d'euros et arrondis au millier d'euros le plus proche. Le taux d'IS = 33 1/3 %

Travail à faire :

1. En ce qui concerne la rentabilité économique des projets, et à l'aide des annexes 1 et 2 :

- 1.1. Déterminez le coût du capital de l'entreprise
- 1.2. Retrouvez le coût des fonds propres par la formule du M.E.D.A.F
- 1.3. Calculez la valeur actuelle nette et le taux interne de rentabilité.
- 1.4. Calculez la VANG et le TRIG
- 1.4. Conclure.

2. Dans une hypothèse de financement partiel par l'emprunt décrit dans l'annexe 3, déterminer le coût de l'emprunt.

3. Dans une hypothèse de financement par crédit-bail, déterminer le coût du crédit-bail. Conclure

Annexe 1 - L'entreprise, son environnement et son financement actuel

L'entreprise est financée aux 2/3 sur fonds propres (20 000 milliers d'euros) et au 1/3 sur emprunts (10 000 milliers d'euros), en valeurs de marché. Son exploitation est bénéficiaire. Le coût de ses capitaux propres est évalué à 11%, alors que le coût brut de sa dette peut être estimé à 12 %. Le β à prendre en compte est de 1,67. Le taux des actifs sans risque est de 6 % sur le marché et la rentabilité moyenne du C.A.C 40 est de 9 %.

Annexe 2 - Le projet et son exploitation

Les deux solutions envisagées impliqueraient un montant d'investissement initial identique, mais les flux engendrés par leur exploitation seraient différents.

- L'investissement

Les investissements à entreprendre début N, se composeraient de :

- Constructions, pour 3 000 milliers d'euros. Celles-ci seraient amorties linéairement sur 15 ans, mais cessibles au bout de 5 ans pour 2 500 milliers d'euros ;
- Installations techniques, matériel et outillage, pour 6 000 milliers d'euros, amortissables linéairement sur 5 ans, de valeur vénale nulle au bout de cette période ;
- Un terrain pour 500 milliers d'euros, dont la valeur de revente au bout des 5 ans est estimée à 1 000 milliers d'euros.





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

- L'exploitation prévisionnelle

- Projet A

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation peut être raisonnablement estimé à 10 % du chiffre d'affaires et devra pouvoir être financé dès son apparition. Les prévisions d'exploitation (en milliers d'euros) du projet A sont les suivantes

	N	N+1	N+2	N+3	N+4
Chiffre d'affaires	5 000	10 000	12 000	15 000	20 000
Coûts décaissables	3 500	6 000	7 000	9 000	12 000

- Projet B

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation, induit par le projet, serait de 1 million d'euros pendant les 5 années, ce montant devant pouvoir être financé dès son apparition, la 1ère année. Les C.A.F successives seraient de : 4 millions d'euros chacune des trois premières années et de 2,5 millions d'euros chacune des deux années suivantes. Quel que soit le projet adopté, les flux de trésorerie positifs engendrés devraient pouvoir être réinvestis au taux de 8 %.

Annexe 3 - Le projet et son financement

Deux sources de financement sont envisagées.

- Souscription d'un emprunt

Cet emprunt s'élèverait à 7 000 milliers €, au taux de 6 %, remboursable en 5 ans par amortissements constants.

- Souscription d'un contrat de crédit-bail pour une partie du matériel (2 millions d'euros)

Le contrat prévoit cinq loyers annuels, payable d'avance, d'un montant de 420 milliers d'euros et un dépôt de garantie de 200 milliers d'euros, versé début N. L'option serait levée pour un montant de 200 milliers d'euros à l'issue des cinq ans, et le bien serait amorti sur un an.

EXERCICE 17

La société Wertner fait l'objet d'un LBO, financé de la sorte :

- Capitaux propres : 30 %
- Dette mezzanine : 15 %
- Dette bancaire senior : 55 %

La dette mezzanine est constituée d'OBSA, remboursables in fine dans 6 ans, qui paient un coupon annuel de 7 %. Les bons permettront de souscrire à une augmentation de capital (100 000 actions) au prix de 30 euros par action.

Les capitaux-risqueurs espèrent sortir de la société dans 5 ans, sur la base d'un multiple du résultat d'exploitation de 12. La dette bancaire sera remboursée en 5 ans.

Le capital de la société est constitué 1 millions d'actions. La valeur de Wertner est de 48 M€.

La société holding, dans laquelle seront logés les financements du LBO, ne distribuera aucun dividende sur les 5 prochaines années.

Travail à faire :

- 1) Quel sera le TRI annuel pour les capitaux-risqueurs et les mezzaneurs si le résultat d'exploitation dans 5 ans est de 3 M€ ?
- 2) Quel sera le TRI annuel pour les capitaux-risqueurs et les mezzaneurs si le résultat d'exploitation dans 5 ans est de 5 M€ ?



23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 18

Afin de financer sa diversification géographique aux Etats-Unis et au Japon, la société Padum, fabricant de verres optiques, décide d'effectuer une augmentation de capital par apports en numéraire et en nature.

Ces derniers, constitués de brevets permettant la fabrication de nouveaux substrats, sont réalisés par l'un des actionnaires actuels, la société Pishu, détenant 30 % du capital. L'actionnaire de référence détient 50 % du capital, les pourcentages restants sont dispersés entre de petits actionnaires.

Les apports en nature sont évalués à 38,5 Millions d'€.

Les apports en numéraire sont fixés à 350 Millions d'€.

L'apport total est donc de 388,5 Millions d'€. Il sera ainsi globalement émis, le 1^{er} juin N, 1 110 000 actions à un prix d'émission de 350 €, libérées au 1^{er} appel du minimum légal.

La valeur de la société a été estimée à 1 451, 1 M€ avant que ne s'effectue l'augmentation de capital.

Travail à faire :

1. Indiquez, l'impact sur le capital (en valeur et en nombre d'actions) et sur la trésorerie du 1^{er} appel ainsi que le montant de la prime d'émission.
2. Expliquez les réticences de la société Pishu en analysant l'évolution de sa participation.
3. Combien l'actionnaire de référence doit-il souscrire d'actions pour conserver la majorité des droits de vote ?
4. Présentez le bilan après le 1^{er} appel.
5. Calculez la valeur du droit de souscription (raisonnement ancien et nouvel actionnaire). (Considérez que tous les apports sont en numéraire).
6. Analysez le montant du DPS au regard de celui de la prime d'émission.
7. Analysez et rédigez une note d'information, destinée au directeur financier, sur les impacts qu'aurait eu la fixation d'un prix d'émission à 70 € pour la société, pour l'actionnaire de référence et pour la société Pishu. (l'apport global demeure égal à 388,5 M€).

Bilan de la société Padum avant l'augmentation de capital (en millions d'€)

ACTIF	Montants	PASSIF	Montants
Immobilisations nettes	3000	Capital social (4 000 000 d'actions)	40
Stocks	500	Prime d'émission (résultant d'aug. De K antérieures)	360
Créances	500	Réserves	1100
Disponibilités	300	Emprunts	2500
		Dettes fournisseurs	300
TOTAL ACTIF	4300	TOTAL PASSIF	4300





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 19

Malgré l'arrivée de l'Internet en tant que média, le secteur des rotatives d'imprimerie connaît une croissance toujours significative.

Afin de pouvoir accompagner cette croissance, la société Naggar, un des acteurs principaux de ce secteur fortement capitalistique, décide d'accroître son endettement.

Les organismes financiers contactés acceptent, à condition que **800 M€ des réserves soient intégrés au capital**.

La valeur des actions, avant augmentation, est estimée à 770 €.

Travail à faire :

1. Expliquez la position des organismes financiers ;
2. Calculez le DA ainsi que la valeur du patrimoine d'un ancien actionnaire détenant 10 actions, avant et après l'augmentation de capital, selon qu'il exerce ou vend ses droits.
3. Rédigez une note destinée au service de communication financière, expliquant aux actionnaires l'impact de cette opération d'attribution d'actions gratuites sur la valorisation de leurs actions, les mécanismes compensateurs dont ils disposent et les actions possibles.

Bilan de la société Naggar avant l'augmentation de capital (en millions d'€)

ACTIF	Montants	PASSIF	Montants
Immobilisations nettes	3480	Capital social (4 000 000 d'actions)	80
Stocks	500	Prime d'émission (résultant d'aug. De K antérieures)	800
Créances	500	Réserves	2100
Disponibilités	300	Emprunts	1500
		Dettes fournisseurs	300
TOTAL ACTIF	4780	TOTAL PASSIF	4780





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 20

La société DIV envisage de réaliser un investissement début N+1. Une étude prévisionnelle a permis d'obtenir les flux nets de trésorerie (FNT) suivants :

Eléments	0	1	2	3	4
FNT	(1 000 000)	310 000	310 000	310 000	310 000

Le projet serait financé par emprunt à hauteur de 20% au taux d'intérêt de 1,5% et le solde par autofinancement. Le cours de l'action est de 10 € et procure un dividende unitaire de 0,8 €. La progression des dividendes futurs reste à déterminer. Le taux d'IS est de 25%.

Travail à faire :

- 1) Calculer le TRI.
- 2) Déterminer la progression du dividende, selon le modèle de Gordon et Shapiro, pour que le projet ait une rentabilité acceptable.

EXERCICE 21

La société DOV à une structure de financement composée de fin N de 250 M€ de capitaux propres et 650 M€ de dettes financières.

Le bénéfice espéré fin N+1 est de 180 M€. La structure des capitaux propres n'est modifiée en N+1 que par le résultat.

Suite à un désendettement de la société, le montant des dettes financières serait porté à 391 M€ en N+1.

Travail à faire - (1^{ère} partie)

- Calculer le taux de distribution permettant d'obtenir un taux d'endettement de 115% en N+1.

Les dividendes sont versés le 31 mai de chaque année. Le dividende unitaire est de 0,5 €. Un investisseur souhaite début N+1 acquérir 1% du capital de la société, en vue de les céder le 31 mai N+3 à un prix égal à 12% de plus du prix d'achat. Le taux minimum de rentabilité exigé par l'investisseur est de 10%.

Travail à faire - (2^{ème} partie)

- Calculer le prix auquel l'investisseur devrait acheter l'action



23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 22

Vous disposez des informations suivantes relatives à la société REMED (exercice N :

- Chiffre d'affaires 800 M€
- Capital social 40 000 000 d'actions de VN = 10€
- Cours de l'action 24 €
- PER 12
- Taux de distribution des dividendes = 42%

Travail à faire :

- 1) Indiquez les raisons de l'omission ou de la limitation des distributions de dividendes.
- 2) Calculez le taux de rendement des dividendes.
- 3) Calculez le taux de marge bénéficiaire nécessaire pour que la société atteigne le taux de rendement espéré des dividendes.
- 4) En considérant un résultat net comptable de 20 M€ en N et de 12 M€ en N-1, des capitaux propres avant affectation du résultat de 600 M€, calculer le taux de distribution nécessaire pour atteindre une rentabilité financière de 15%.

EXERCICE 23

La société RARI, au capital composé de 1 000 000 d'actions, dont le résultat net part du groupe est de 5 000 000 €, souhaite racheter 5 % du capital au prix de 120 €, en finançant le rachat par un endettement au taux net d'IS de 1%.

Travail à faire :

- Calculer le bénéfice net par action après le rachat





23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 24

La société RESOLV souhaite apporter sa branche d'activité à la société FILA. Le capital de la société FILA est composé de 2 000 000 actions ; ses dettes financières sont de 10 000 K€. Sa valeur globale est estimée à 120 000 K€.

La société CALMO dispose de 60% du capital de FILA.

Les apports partiels d'actif sont évalués comme suit :

- Immobilisations 6 000 K€
- Actifs courants 600 K€
- Emprunts 700 K€
- Dettes courantes 400 K€

Travail à faire :

- Déterminer la participation des sociétés dans le capital de FILA après l'apport partiel d'actif.

EXERCICE 25

A l'aide de vos connaissances, définir le cadre législatif des rachats d'actions en France et indiquer les motivations des rachats d'actions pour les actionnaires et les dirigeants et leurs limites.

EXERCICE 26

La société VASSEL envisage d'affecter sa trésorerie disponible à une offre publique de rachat d'actions. Des actionnaires détenant 30% du capital avant l'OPRA ne souhaitent pas apporter d'actions à l'offre ; on supposera que la prime octroyée est suffisante pour que le taux d'apport de l'opération soit de 100%.

Vous disposez des informations suivantes sur la société VASSEL avant l'OPRA :

- Capitaux propres 350 M€
- Nombre d'actions 20 000 000 actions
- Nombre d'actions rachetées 4 000 000 actions
- Cours de rachat 21 €
- Cours de l'action 15 €

Travail à faire :

1. Calculer la valeur de l'action après l'OPRA
2. Calculer la prime payée et le pourcentage du capital détenu par les actionnaires ne participant pas à l'offre.



23FIN190 – Ingénierie financière approfondie

EXERCICE 27

- Quelles sont les différences entre un regroupement d'actions et un fractionnement d'actions ?
- Quelles sont les différentes formes d'une scission ?

EXERCICE 28

La société CARBIO est une jeune société innovante qui s'est financée par des levées de fonds via un emprunt obligataire convertible et des aides régionales. Les actionnaires sont au nombre de trois : La holding Chimie Verte (56%), un fonds européen de capital-investissement (41%) et le groupe DOVE (3%).

Les dirigeants et son principal actionnaire souhaite se procurer des fonds nécessaires au développement de nouveaux marchés mais ne souhaitent pas recourir à l'endettement bancaire. Le chiffre d'affaires repose majoritairement sur des revenus de licences liés à des contrats signés avec deux groupes. Les dirigeants anticipent une nette amélioration du chiffre d'affaires grâce à la signature de nouveaux contrats de licence avec des industriels sur les nouveaux marchés envisagés.

Travail à faire :

1. Présenter les avantages et les inconvénients d'une introduction en bourse dans le cadre général.
2. Exposer les objectifs recherchés par la société CARBIO au travers de son introduction en bourse. Préciser une alternative à l'introduction en bourse qu'auraient pu choisir les dirigeants en vue de s'adresser à un nombre limité d'investisseur.

