
UE 212 ➡

FINANCE

Année 2013-2014

Ce fascicule comprend :
La série 3

Le devoir 4 à envoyer à la correction

Le devoir 5 à envoyer à la correction

INGÉNIERIE FINANCIÈRE

En collaboration avec
le Centre National
d'Enseignement à Distance
Institut de Lyon

CNED

Jean Claude COILLE
Georges LEGROS

W2121-F3/4

Les auteurs :

Jean Claude COILLE : Professeur au Cnam-Intec, responsable pédagogique de l'UE de finance du DSGC.

Georges LEGROS : Expert-comptable diplômé, formateur.

⟨••• www.cnamintec.fr •••⟩

L'ensemble des contenus (textes, images, données, dessins, graphiques, etc.) de ce fascicule est la propriété exclusive de l'INTEC-CNAM.

En vertu de l'art. L. 122-4 du Code de la propriété intellectuelle, la reproduction ou représentation intégrale ou partielle de ces contenus, sans autorisation expresse et préalable de l'INTEC-CNAM, est illicite. Le Code de la propriété intellectuelle n'autorise que « les copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » (art. L. 122-5).

«... OBJECTIFS ...»

Les objectifs de cette série sont les suivants :

- Acquérir ou revoir les connaissances nécessaires à la compréhension des opérations d'ingénierie financière.
- Comprendre les mécanismes des opérations d'ingénierie financière.

Pour cela, les différentes stratégies de formation des groupes seront d'abord présentées : fusions, apports partiels d'actifs, scissions, offres publiques d'achat, offres publiques d'échange, offres publiques mixtes, offres publiques de retrait.

Dans un second temps, les problématiques de financement propres aux groupes seront présentées. Les LBO, la titrisation, la défaisance constituent des enjeux majeurs.

La protection du capital fera l'objet d'une étude spécifique.

Des applications sont proposées pour donner une dimension démonstrative à ces développements.

TABLE DES MATIÈRES

PARTIE 4. INGÉNIERIE FINANCIÈRE	9
INTRODUCTION	9
TITRE 1. LA GESTION DE LA VALEUR DE L'ACTION	11
Chapitre 1. La politique de dividende	11
Section 1. Les attentes des actionnaires	11
Section 2. La fixation du niveau de dividende	13
Section 3. Les théories explicatives de la politique de dividende	14
Chapitre 2. Le rachat d'actions	16
Section 1. Pourquoi racheter ses actions ?	16
Section 2. Comment racheter ses actions ?	17
Chapitre 3. Division du nominal et actions gratuites	17
Section 1. La division du nominal	17
Section 2. La distribution d'actions gratuites	18
Section 3. Le coup d'accordéon	18
Section 4. Applications	18
TITRE 2. LES FUSIONS	21
Chapitre 1. Définitions et modalités de la fusion	22
Section 1. Les différents types de fusion	22
Section 2. Les objectifs d'une opération de fusion	22
Section 3. Évaluation et détermination du rapport d'échange	24
Section 4. Garanties données aux actionnaires de la cible	25
Chapitre 2. Aspects juridiques et comptables des fusions	26
Section 1. Caractéristiques juridiques	26
Section 2. Aspects comptables des fusions	26
Chapitre 3. Applications	27
TITRE 3. APPORTS PARTIELS D'ACTIFS ET SCISSIONS	30
Chapitre 1. Les apports partiels d'actifs	30
Section 1. Définitions et modalités	30
Section 2. Objectifs recherchés	30
Section 3. Aspects juridiques, comptables et fiscaux	31

Document de travail réservé aux élèves de l'Intec – Toute reproduction sans autorisation est interdite

TITRE 6. LA TITRISATION.....	53
Chapitre 1. Définition de l'opération de titrisation.....	53
Chapitre 2. Objectifs de l'opération de titrisation.....	53
Section 1. Augmentation de la rentabilité des fonds propres	53
Section 2. Accroissement des possibilités de refinancement	53
Section 3. Amélioration de la gestion des risques	54
Chapitre 3. Les acteurs de la titrisation.....	54
Section 1. La société gestionnaire du FCT.....	54
Section 2. La société dépositaire des fonds	54
Section 3. L'agence de notation	54
Chapitre 4. Les actifs titrisables	55
Section 1. Les titres adossés.....	55
Section 2. Les titres collatéralisés	56
Chapitre 5. La protection des investisseurs	56
TITRE 7. LA DÉFAISANCE	56
Chapitre 1. Justification de l'opération de défaillance.....	57
Section 1. L'optimisation des ressources.....	57
Section 2. Comparaison entre défaillance et rachat des obligations.....	57
Section 3. La communication financière	57
Chapitre 2. Mise en œuvre de l'opération de défaillance.....	58
Section 1. L'affectation des valeurs mobilières	58
Section 2. La constitution d'une structure d'accueil	58
TITRE 8. ÉTHIQUE ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE.....	59
Chapitre 1. Définition et analyses théoriques	59
Section 1. Définition.....	59
Section 2. Analyses théoriques	60
Chapitre 2. La législation française	61
Section 1. La loi sur la sécurité financière (LSF).....	61
Section 2. L'encadrement de la politique de rémunération des dirigeants	61
Chapitre 3. Le gouvernement d'entreprise en pratique	62
Section 1. Les outils internes	62
Section 2. Les outils externes	63
INDEX	65
DEVOIR 4	67
DEVOIR 5	71

INGÉNIERIE FINANCIÈRE

INTRODUCTION

L'ingénierie financière peut être définie comme :

« Un ensemble de techniques financières qui permettent de réaliser les objectifs de financement, de valorisation, d'investissements, de gestion de portefeuille optimaux pour l'entreprise, l'actionnaire ou plus généralement l'investisseur. »

Lexique de finance, Vernimmen.net.

Cette définition très générale recouvre des problématiques et pratiques diverses dont l'objectif commun est l'optimisation des flux financiers. L'ingénierie financière est essentiellement destinée aux opérations ayant un impact sur le « haut de bilan », c'est-à-dire celles relatives au financement de l'entreprise à long terme, liées à la structure du capital ou à l'actif immobilisé.

L'ingénierie financière s'intéresse à l'évolution du périmètre d'activité d'une organisation et à l'optimisation de ses sources de financement. Les opérations liées au périmètre d'activité sont principalement les fusions, acquisitions et scissions. Ces opérations importantes dans la vie de l'entreprise ont de multiples répercussions financières, économiques, humaines ou en matière de gouvernance.

L'optimisation des sources de financement de l'entreprise a pour ambition d'améliorer la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise, que ce soit dans le cadre d'une évolution de la structure du capital (introduction en Bourse, LBO, opérations sur titres, rachat de l'entreprise par ses salariés), d'un investissement stratégique (LBO, acquisitions au sens large) ou de la restructuration du bilan (titrisation, défaisance).

Le mécanisme sous-tendant la plupart des opérations d'ingénierie financière est couramment appelé « effet de levier ». Il s'agit d'exploiter le différentiel entre le coût du financement et la rentabilité d'un actif pour maximiser la rentabilité des capitaux propres. Les opérations à effet de levier se sont très largement multipliées en France pour répondre aux besoins de développement des PME.

Pour assurer son développement une entreprise peut procéder par croissance interne ou par croissance externe. La croissance externe se fait par fusions-acquisitions. La prise de contrôle peut être payée en titres ou en cash.

Pour autant que la cible soit cotée, on peut procéder par offre publique.

Les entreprises peuvent avoir besoin d'être restructurées. Plusieurs raisons peuvent expliquer ces opérations. Une de ces raisons est liée à la difficulté que peut avoir le marché financier à valoriser une entreprise diversifiée. Pour y remédier, les dirigeants scindent la société en plusieurs entités, que ce soit au travers d'une opération de scission, d'apport partiel d'actif, de spin-off ou de split-off.

Afin de trouver de nouvelles sources de financement ou de permettre la sortie de certains actionnaires, les sociétés peuvent s'introduire en Bourse. Quelques années plus tard, elles peuvent faire le chemin inverse et se retirer de la cote. Elles peuvent également augmenter le nombre d'actions en circulation, soit pour en réduire la valeur unitaire, soit pour consolider leur structure financière.

Les opérations de restructuration peuvent consister à sortir du bilan les actifs (titrisation) ou les dettes (défaillance).

Face aux scandales qu'ont connus les marchés financiers, les législateurs de différents pays sont intervenus afin de mieux organiser les pouvoirs et les modalités de contrôle au sein des entreprises cotées. L'éthique, la gouvernance d'entreprise sont donc devenus des enjeux incontournables.

Vous trouverez ci-après les principales abréviations utilisées dans cette série.

Abréviations

ABS	Asset-Backed Securities
AFEP	Association française des entreprises privées
AMF	Autorité des marchés financiers
APA	Apport partiel d'actif
BIMBO	Buy in Management Buy Out
BNPA	Bénéfice net par action.
BSA	Bon de souscription d'action
CAF	Capacité d'autofinancement
CB	Capitalisation boursière
CDS	Crédits Défaut Swap
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
CSG	Contribution sociale généralisée
EBIT	Earning Before Interest and Taxes
FCT	Fonds commun de titrisation
H3C	Haut Conseil du commissariat aux comptes
IFRS	International Financial Reporting Standard (norme internationale d'information financière)
LBO	Leverage Buy Out
LMBO	Leverage Management Buy Out
LSF	Loi sur la sécurité financière
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
OBO	Owner Buy Out
OEC	Ordre des experts-comptables
OPA	Offre publique d'achat
OPCVM	Organismes de placement collectif en valeurs mobilières
OPE	Offre publique d'échange
OPR	Offre publique de retrait
OPRA	Offre publique de rachat d'action
PER	Price Earning Ratio
RAI	Résultat avant impôt
RES	Rachat d'entreprise par les salariés
ROCE	Return On Capital Employed
ROE	Return On Equity
SEC	Securities and Exchange Commission
SIV	Structured Investment Vehicles (Véhicules d'investissement structurés)
SOX	Sarbanes-Oxley
SPV	Special Purpose Vehicle
TIR	Taux interne de rentabilité
TSR	Total Shareholder Return
WACC	Weighted Average Cost of Capital

TITRE 1. LA GESTION DE LA VALEUR DE L'ACTION

CHAPITRE 1. LA POLITIQUE DE DIVIDENDE

La distribution de dividendes est un moyen de rendre aux actionnaires une partie de leurs liquidités. Il en existe d'autres : les rachats d'actions, la réduction du capital, le versement d'un dividende exceptionnel.

La politique de dividende consiste alors à déterminer le niveau et la forme de la rémunération que l'entreprise entend verser à ses actionnaires. Ces choix sont opérés, évidemment en fonction de son bénéfice distribuable et de contraintes :

- posées par les actionnaires ;
- imposées par la loi (constitution de réserves...) ;
- qui lui sont propres (la trésorerie, par exemple).

SECTION 1. LES ATTENTES DES ACTIONNAIRES

Le dividende est une partie de la rémunération que l'actionnaire peut attendre de son investissement, un complément pouvant être obtenu grâce à une plus-value au moment de la cession du titre.

I. LA RÉMUNÉRATION ATTENDUE PAR LES ACTIONNAIRES

Cette question a déjà été abordée dans les deux premières séries et nous ne rappellerons ici que l'essentiel.

A. LES MODÈLES D'ÉVALUATION DU COÛT DES CAPITAUX PROPRES

1. Le modèle de Gordon et Shapiro

Ce modèle assimile le coût des capitaux propres au rendement généré par le dividende (r) :

$$r = \frac{D}{P_0} + g$$

Avec :

- D : dividende versé
- P_0 : prix actuel de l'action
- g : taux de progression attendu du dividende

EXEMPLE APPLICATIF 1

À une date donnée, le cours d'une action est de 20 €, alors que le dividende unitaire est de 1 €, avec une progression attendue de 3 % par an. Le coût des capitaux propres est ainsi de 8 % ($1/20 + 0,03$). Si le marché financier juge cette rémunération insuffisante, la faiblesse de la demande pour cette action va faire baisser le cours, jusqu'à ce que la rémunération offerte redevenue attractive.

Si les épargnants attendent 10 % de rémunération, afin de correspondre aux attentes du marché, le cours de l'action devrait baisser à 14,3 € ($P_0 = D/r - g = 1/(0,1 - 0,03)$).

Le principal avantage de ce modèle est sa simplicité de mise en œuvre puisque les informations nécessaires sont relativement faciles à obtenir.

En revanche, il ignore totalement la rémunération offerte par les autres actifs tels que les obligations et les autres actions.

2. Le MEDAF : Modèle d'évaluation des actifs financiers

Le MEDAF stipule que le coût des capitaux propres s'exprime sous la forme :

$$r = R_o + \beta \times (E(R_m) - R_o)$$

Avec :

- R_o : Taux de rentabilité des capitaux sans risque
- $E(R_m)$: Espérance de taux de rentabilité du marché des actions
- β : Traduit la sensibilité du titre aux évolutions du marché

Ce modèle suppose que le rendement attendu d'une action est égal à la somme du taux de rendement d'un actif non risqué (R_o , obligations d'État par exemple) et d'une prime de risque.

B. LA FORME PRISE PAR LA RÉMUNÉRATION DE L'ACTIONNAIRE

L'actionnaire peut marquer une préférence pour une rémunération sous la forme d'un dividende ou d'une plus-value au moment de la cession du titre. Son choix dépend :

- de la fiscalité à laquelle il est soumis (voir plus loin, l'effet de clientèle fiscale) ;
- de son besoin de liquidité (à la différence de la plus-value, le dividende est régulier, le plus souvent annuel).

Les dividendes sont généralement versés chaque année, en numéraire.

Toutefois, il est possible de verser des **acomptes sur dividendes**. L'avantage est de lisser le revenu pour l'actionnaire.

On peut également envisager le **paiement du dividende en actions**. Pour l'entreprise, il présente l'avantage de ne pas entraîner de décaissement. Pour l'actionnaire cela peut entraîner des problèmes de trésorerie car l'impôt doit être payé au même titre que s'il avait touché un dividende en espèces. Cette modalité n'est qu'une option proposée à l'actionnaire.

II. LA RÉMUNÉRATION OBTENUE PAR LES ACTIONNAIRES

A. LE TAUX DE RENDEMENT DU DIVIDENDE ET LE TSR

Le **taux de rendement** ne prend en compte que le seul dividende et le compare avec la somme investie :

$$\text{Taux de rendement} = \frac{\text{Dividendes}}{\text{Cours}}$$

En 2012, avec une moyenne de 5 % pour les actions composant l'indice CAC 40, ce taux est particulièrement élevé.

Le **TSR** (Total Shareholder Return) est comparable au taux de rendement, mais inclut la plus ou moins-value sur la cession de l'action. Du fait du caractère très aléatoire de la part du revenu de l'actionnaire générée par la cession du titre, le TSR est une information souvent considérée comme moins pertinente que le taux de rendement.

$$\text{TSR}_n = \frac{(\text{Cours}_N - \text{Cours}_{N-1}) + \text{Dividende}_N}{\text{Cours}_{N-1}}$$

B. LE TAUX DE DISTRIBUTION DU DIVIDENDE

Cet indicateur nous informe sur la part du résultat distribué.

$$\text{Taux de distribution} = \frac{\text{Dividendes}}{\text{Résultat}}$$

Depuis plusieurs années, le **taux de distribution** moyen des sociétés composant l'indice CAC 40 est d'environ 50 %.

III. L'IMPACT DE LA FISCALITÉ

Sans chercher à être exhaustif, nous présenterons ici les principales caractéristiques du régime d'imposition des dividendes et des plus-values de cessions de titres. Cet aspect est particulièrement important, puisque, en fonction de son niveau d'imposition, l'actionnaire préférera recevoir un dividende ou réaliser une plus-value : c'est **l'effet de clientèle fiscale**.

A. LA FISCALITÉ DES PERSONNES PHYSIQUES

Les **dividendes perçus** sont imposables à l'impôt sur le revenu (IR) dans la catégorie des revenus de capitaux mobiliers. Ils bénéficient d'un abattement de 40 % sans limitation de montant (dividendes distribués par des sociétés ayant leur siège social en France et qui sont imposés à l'IS).

Ces dividendes sont également soumis à des prélèvements sociaux à hauteur de 15,5 % (dont 5,1 % de CSG déductible). Ils s'appliquent sur le montant des dividendes avant abattement.

Depuis 2012, les **plus-values de cession de valeurs mobilières** sont également imposées à l'impôt sur le revenu.

B. LA FISCALITÉ DES SOCIÉTÉS SOUMISES À L'IS

Les **dividendes reçus** sont imposables au taux de droit commun (33,1/3 % ou 15 %).

Si la société qui reçoit les dividendes est actionnaire de la société qui distribue :

- à plus de 5 % : elle bénéficie du régime fiscal des sociétés mères et filiales et ne sera pas imposée sur les dividendes qu'elle reçoit ;
- à plus de 95 % : elle peut opter pour le régime de l'intégration fiscale et les dividendes qu'elle reçoit ne seront pas non plus imposés.

Les **plus-values** sur cessions de titres de participation détenus depuis plus de 2 ans sont exonérées, sauf une quote-part de frais égale à 10 % de la plus-value nette à long terme.

Dans les autres cas (titres de participation détenus depuis moins de 2 ans et titres de placement), la plus-value est imposée au taux normal.

SECTION 2. LA FIXATION DU NIVEAU DE DIVIDENDE

Les attentes des actionnaires ayant été présentées, analysons à présent comment l'entreprise va arrêter son choix définitif sur le niveau du dividende.

I. LES CONTRAINTES JURIDIQUES

Le résultat net de l'exercice n'est pas entièrement disponible pour les actionnaires puisque :

- les pertes des exercices antérieurs doivent d'abord être absorbées ;
- on doit ensuite doter les réserves imposées par la loi (réserve légale égale à 5 % du résultat, plafonnée à 10 % du capital social) ou par les statuts.

Par contre, des réserves constituées antérieurement peuvent venir s'ajouter au résultat de l'exercice (versement d'un dividende exceptionnel).

Il faut souligner ici le rôle du commissaire aux comptes qui atteste de la réalité du résultat inscrit au bilan et donc de l'absence de dividende fictif.

La mise en paiement des dividendes doit avoir lieu dans un délai maximal de 9 mois après la clôture de l'exercice.

II. LES CONTRAINTES LIÉES À LA TRÉSORERIE

Même si le bénéfice distribuable est important, il faut s'assurer qu'en tenant compte des autres affectations possibles de la trésorerie (investissement et désendettement), la trésorerie disponible permettra de payer le dividende.

Le **plan de financement** est l'outil qui permet de vérifier que la politique de dividende n'aboutit pas à une impasse financière. Le fait de disposer de réserves importantes n'implique pas d'avoir une trésorerie disponible. Une société peut dégager beaucoup de trésorerie et ne pas disposer pour autant d'un bénéfice distribuable. En somme, pour distribuer des dividendes, il faut dégager des bénéfices et disposer d'une trésorerie. Si, alors qu'elle n'a pas la trésorerie suffisante, l'entreprise souhaite tout de même rémunérer ses actionnaires, elle peut payer le dividende en actions.

La décision de verser ou non un dividende est fortement liée aux projets d'investissement de l'entreprise. Une entreprise peut décider de ne pas distribuer de dividende et de mettre en réserves pour réinvestir sur des projets rentables, c'est-à-dire à VAN positive. La politique de dividende est alors un sous-produit de la politique d'investissement de l'entreprise. La mise en réserves permet d'accroître la trésorerie disponible, réduit le risque de défaut et les coûts associés aux levées de capitaux. Dans certains cas, la société se constitue une trésorerie importante afin de financer des projets futurs, un « trésor de guerre », et évitera ainsi les coûts de transaction associés aux augmentations du capital et à l'endettement.

SECTION 3. LES THÉORIES EXPLICATIVES DE LA POLITIQUE DE DIVIDENDE

La maximisation de la richesse pour l'actionnaire est l'objectif de toutes les décisions de nature financière : choix des investissements et de la structure financière, mais aussi politique de dividende.

I. POLITIQUE DE DIVIDENDES ET VALEUR DES ENTREPRISES

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

A. LA THÈSE DE LA NEUTRALITÉ

Selon l'approche Modigliani et Miller (1961), l'actionnaire est indifférent aux décisions suivantes :

- recevoir un dividende. Lorsque le dividende augmente, l'actionnaire voit ses liquidités augmenter et, de façon symétrique, la valeur de ses actions diminuer. Le montant du dividende distribué n'influe donc pas sur la richesse de l'actionnaire ;
- laisser l'entreprise réinvestir la trésorerie correspondante dans des actifs au taux de rentabilité qu'il exige.

Selon eux, il n'existerait donc pas de dividende optimal qui permettrait de maximiser la valeur de la firme. Néanmoins, cette conclusion nécessite un marché parfait avec :

- une absence de distorsion fiscale (dividendes et plus-value imposés au même taux). Cette condition est très rarement satisfaite, car comme nous l'avons montré précédemment, en fonction de son niveau d'imposition, l'actionnaire préférera recevoir un dividende ou réaliser une plus-value : c'est l'effet de clientèle fiscale ;
- des coûts d'émission de nouvelles actions (ou obligations) nuls ou très faibles. En effet, si l'entreprise décide de verser un dividende élevé, elle devra pouvoir accéder facilement au marché de capitaux afin de compenser un faible autofinancement (résultat – dividendes).

B. LES THÉORIES EN FAVEUR DU PAIEMENT D'UN DIVIDENDE

Ces théories montrent que les actionnaires préfèrent un dividende élevé. Si une entreprise satisfait cette demande, le cours de Bourse du titre et la valeur boursière devraient alors progresser.

1. La théorie du signal

La **théorie du signal** part du constat que les entreprises où les managers ne sont pas les propriétaires (qualifiées par certains d'entreprises managériales) sont caractérisées par une information asymétrique. Les dirigeants ne délivrant pas une information suffisamment précise, les actionnaires ne peuvent pas distinguer une entreprise performante d'une entreprise qui ne l'est pas. L'émission d'un signal consiste alors à réaliser un acte de gestion ayant les caractéristiques suivantes :

- il doit coûter suffisamment cher pour ne pas pouvoir être imité par des entreprises non performantes ;
- son échec doit fortement pénaliser l'entreprise de façon à rendre crédible l'émetteur.

Appliquée à la politique de dividende, la théorie du signal considère le dividende comme un outil de communication financière entre les actionnaires et l'entreprise (Bhattacharya, 1979). Un dividende important est ainsi un signal positif pour le marché financier, dans la mesure où il prouve que les dirigeants ont confiance dans l'avenir.

Si une entreprise continue à verser des dividendes alors que son bénéfice est en baisse, cela peut être interprété par le marché comme le fait que le dirigeant considère que la baisse du bénéfice n'est que passagère. Ainsi, pour se prémunir contre l'envoi d'un signal négatif au marché, les entreprises ont tendance à lisser leurs distributions de dividendes. Alors que les résultats peuvent être variables, on observe une certaine régularité dans les distributions. Les dividendes sont beaucoup moins volatils que les bénéfices.

Cette justification d'un dividende élevé par la théorie du signal a perdu un peu de sa pertinence avec la très grande amélioration de la communication financière (utilisation de normes internationales communes, dates et contenus des publications financières plus exigeants, sanctions très lourdes en cas de fausses publications...). Avec la communication financière « moderne », les actionnaires sont bien mieux informés et n'ont plus autant besoin d'un dividende élevé pour être convaincu de la « bonne santé » d'une entreprise.

2. La théorie de l'agence

La **théorie de l'agence** (Jensen et Meckling, 1976) considère que les actionnaires confient un mandat aux managers (les agents) et constate une divergence d'intérêts entre ces deux catégories. Ainsi, les dirigeants vont être tentés de :

- conserver la trésorerie pour augmenter leur indépendance ;
- faire des investissements pour privilégier la croissance.

En limitant la trésorerie disponible, le versement d'un dividende contraint les dirigeants « à plus de discipline » et :

- permet d'éviter une utilisation inefficace des fonds de l'entreprise ;
- oblige les managers à faire plus souvent appel au marché et donc à mieux expliquer leurs projets d'investissements que s'ils avaient recours à l'autofinancement.

II. LA MISE EN ŒUVRE D'UNE POLITIQUE DE DIVIDENDE

Bien que leur bénéfice soit très volatil, les entreprises versent le plus souvent un dividende régulier, voire légèrement croissant. Le modèle de Lintner (1956) nous donne plus de détails sur la façon dont les entreprises lissent leur dividende dans le temps :

- elles déterminent un taux de distribution cible à long terme ;
- elles appliquent ce taux cible au bénéfice de l'année en cours.

Donnons un exemple : une entreprise se fixe un taux de distribution de 40 %, qu'elle souhaite atteindre dans 4 ans. Nous avons par ailleurs les informations suivantes :

- dividende unitaire année N-1 : 1 € ;
- bénéfice par action année N : 4 €.

Nous pouvons en déduire que son objectif de dividende unitaire est de 1,6 € ($0,4 \times 4$ €), mais que le rattrapage de 0,6 € sera étalé sur 4 ans, soit 0,15 € d'accroissement annuel du dividende. Le dividende de l'année N sera ainsi fixé à 1,15 € (1,3 € pour N+1).

On peut compléter l'approche de Lintner en ajoutant que les entreprises déterminent un bénéfice récurrent, auquel elles appliquent le taux de distribution cible. Cette approche est connue sous le nom de modèle de revenu permanent.

Pour conclure, nous pouvons évoquer le rachat d'actions estimé par certains comme une alternative au versement d'un dividende. Le rachat d'actions est une opération ponctuelle, exceptionnelle, qui offre plus de flexibilité que le dividende, que les entreprises, comme nous l'avons vu, essaient de verser avec le plus de régularité possible.

CHAPITRE 2. LE RACHAT D' ACTIONS

La gestion des capitaux propres par le biais des rachats d'actions est devenue très fréquente pour les sociétés cotées.

SECTION 1. POURQUOI RACHETER SES ACTIONS ?

I. OBJECTIFS PRINCIPAUX

A. MANQUE DE PROJETS RENTABLES

Tout euro généré par une entreprise ne doit y être réinvesti qu'à un taux de rentabilité au moins égal à celui exigé par l'ensemble des apporteurs de fonds, c'est-à-dire le coût du capital. Sinon, il y a destruction de valeur et il vaut mieux alors restituer cet euro. Ainsi, lorsque l'entreprise n'a plus de projets suffisamment rentables, elle devrait non seulement distribuer tous ses bénéfices, mais aussi restituer tout ou partie de son capital.

B. RÉDUIRE LES CONSÉQUENCES DE LA RELATION D'AGENCE

Certains ajoutent que le rachat d'actions permet ainsi de réduire les conséquences néfastes de l'effet d'agence, par réduction de la marge de manœuvre dont disposent les dirigeants. L'argent rendu aux actionnaires par le biais du rachat d'actions est autant de fonds oisifs en moins qui auraient pu être consacrés à des diversifications hasardeuses ou à des investissements à valeur actuelle nette négative.

II. OBJECTIFS SECONDAIRES

A. AMÉLIORATION DE LA RENTABILITÉ ET DU COURS DE L'ACTION

Si les titres rachetés sont ensuite annulés, l'opération a normalement un effet favorable sur le bénéfice par action, la rentabilité et même le cours de l'action. Dans ce dernier cas, cela s'explique par un effet signal (cf. Théorie du signal ci-avant). Les dirigeants de l'entreprise, qui ont plus d'information que le marché sur l'état actuel et les perspectives de celle-ci, procèdent à des rachats d'actions, parce qu'ils pensent, au vu des informations que n'a pas le marché, que l'action est sous-évaluée.

Cette information peut être perçue comme crédible, car on ne comprend pas pourquoi les dirigeants procéderaient à des rachats d'actions qui limitent leurs marges de manœuvre (par réduction de la trésorerie) si la situation de l'entreprise allait se dégrader à l'avenir.

B. ACQUISITIONS ET ATTRIBUTION D' ACTIONS

Le rachat de ses propres titres peut aussi servir pour régler une acquisition, attribuer des actions dans le cadre de l'épargne salariale ou de plans d'options d'achat (stock-options).

C. GESTION DE LA RÉMUNÉRATION DE L' ACTIONNAIRE

Le rachat d'actions peut-être une alternative au versement d'un dividende, car :

- seuls les actionnaires qui ont besoin de liquidités vendront leurs titres et seront taxés. La société fait ainsi économiser des impôts à ses actionnaires ;
- il permet aux actionnaires de choisir s'ils souhaitent ou non recevoir des liquidités en cédant tout ou partie de leurs actions (la distribution de dividendes s'impose à tous).

Un rachat d'actions une année ne laisse pas supposer qu'il y en aura au cours des années suivantes. De la même façon, les dividendes exceptionnels 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 au marché, c'est ce qu'on appelle l'effet cliquet.

D. MODIFICATION DE LA STRUCTURE DU CAPITAL

Le rachat peut permettre de faire évoluer la structure du capital, un actionnaire majoritaire peut l'être encore plus.

E. RÉGULATION DU COURS DE L' ACTION

Enfin, la dernière cause est liée à la volonté de réguler le cours du titre lorsque les dirigeants trouvent son niveau trop bas. Cette stratégie qui débouche normalement par une remise ultérieure des titres sur le marché (avec une éventuelle plus-value), nous paraît particulièrement hasardeuse.

SECTION 2. COMMENT RACHETER SES ACTIONS ?

I. RACHAT DES ACTIONS SUR LE MARCHÉ FINANCIER

Le rachat sur le marché peut se faire dans la limite de 10 % du capital et dans le cadre d'un programme de rachat d'actions approuvé par l'assemblée des actionnaires. La société doit avoir préalablement publié une note d'information visée par l'AMF.

II. L'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT

L'offre publique de rachat est ouverte à tous les actionnaires. Dans la pratique, le conseil d'administration, utilisant une autorisation qui doit lui avoir été donnée par l'AGE, propose à tous les actionnaires de racheter tout ou partie de leurs actions à un certain prix.

CHAPITRE 3. DIVISION DU NOMINAL ET ACTIONS GRATUITES

SECTION 1. LA DIVISION DU NOMINAL

Le cours de l'action de certaines sociétés cotées en Bourse peut atteindre plusieurs centaines d'euros, ce qui gêne la liquidité du titre, c'est-à-dire la facilité pour l'investisseur de l'acheter ou de le vendre. En effet, la plupart des épargnants en actions cherchent à diversifier leur portefeuille,

ce qui est beaucoup plus facile à faire avec des actions de 10 € que de 200 €. Les entreprises abaissent alors le cours de l'action, en :

- divisant par x la valeur nominale ;
- multipliant par x le nombre d'actions composant le capital.

Cette opération n'a donc aucune incidence sur la valeur du portefeuille de l'actionnaire.

EXEMPLE APPLICATIF 2

Le 2 juillet N, une société dont le cours de Bourse est de 66 € a un capital composé de 150 millions d'actions d'une valeur nominale de 9 €. Le 3 juillet N, elle procède alors à une division par 3 du nominal avec les effets suivants :

- valeur nominale de l'action : 3 € ;
- nombre de titres composant le capital : 450 millions ;
- cours de Bourse : 22 €.

SECTION 2. LA DISTRIBUTION D' ACTIONS GRATUITES

Une augmentation de capital par incorporation d'une partie des réserves entraîne une attribution d'actions gratuites aux actionnaires, au prorata du nombre d'actions qu'ils détiennent déjà :

- Les actions ainsi créées sont dites gratuites, car elles sont remises aux actionnaires sans aucune contrepartie.
- Elles sont sans conséquence sur la valorisation globale de la société puisque le montant des capitaux propres reste le même.

L'incorporation de réserves au capital permet :

- de donner une meilleure image financière de l'entreprise, grâce à un capital social plus important ;
- de répondre à une exigence des banques, qui, pour accorder un prêt, peuvent exiger que les sommes inscrites en réserves soient transférées dans le capital afin d'éviter leur distribution aux actionnaires.

SECTION 3. LE COUP D' ACCORDÉON

L'objectif de cette opération est de faire disparaître les pertes figurant dans les capitaux propres. Pour cela, on procède à une augmentation de capital suivie immédiatement d'une réduction de capital afin d'apurer les pertes (ou inversement).

SECTION 4. APPLICATIONS

Exercice 1

ÉNONCÉ

La société anonyme Germain a établi ses comptes le 31 décembre N. La balance après inventaire indique :

• Capital social (750 000 actions) :	7 500 000
• Prime d'émission :	5 000 000
• Réserve légale :	728 200
• Réserve statutaire :	1 856 800
• Report à nouveau débiteur N-1 :	16 324
• Résultat de l'exercice N :	900 000

L'assemblée générale des actionnaires, réunie le 6 juin N+1, décide :

- de verser un dividende calculé avec le taux d'intérêt statutaire fixé à 8 % ;
- de doter la réserve statutaire de 250 000 € ;
- d'inscrire le reste en report à nouveau.

Le cours de l'action au 31 décembre N s'élève à 25 €.

TRAVAIL À FAIRE

1. Présentez le projet d'affectation du résultat de l'exercice.
2. Calculez le taux de rendement du dividende et le taux de distribution.
3. Calculez le TSR sur l'année N+1 si le cours de l'action atteint 26,5 € fin N+1.

CORRIGÉ

1. Présentez le projet d'affectation du résultat de l'exercice.

Bénéfice net de l'exercice :	900 000	
– Report à nouveau N-1 :	– 16 324	→ Solde des pertes antérieures
– Dotation à la réserve légale :	– 21 800 ⁽¹⁾	
– Dividendes :	– 600 000 ⁽²⁾	
– Dotation à la réserve statutaire :	– 250 000	
– Report à nouveau :	– 11 876	

(1) $0,05 \times (900\,000 - 16\,324) = 44\,184$ plafonné à $(7\,500\,000 \times 0,1 - 728\,200)$

(2) $7\,500\,000 \times 0,08$

Le résultat de l'exercice N est suffisant pour absorber les pertes antérieures, doter les différentes réserves et verser le dividende. Il reste même 11 876 € de bénéfice reportable.

Encore faut-il que la trésorerie de l'entreprise soit suffisante pour faire face à cette dépense.

2. Calculez le taux de rendement du dividende et le taux de distribution.

$$\text{Taux de rendement} = \frac{\text{Dividende unitaire}}{\text{Cours de l'action}} = \frac{600\,000/750\,000}{25} = 3,2 \%$$

$$\text{Taux de distribution} = \frac{\text{Dividende}}{\text{Résultat}} = \frac{600\,000}{900\,000} = \frac{2}{3}$$

3. Calculez le TSR si le cours de l'action atteint 26,5 € fin N+1.

$$\text{TSR} = \frac{(\text{Cours}_N - \text{Cours}_{N-1}) + \text{Dividende}_N}{\text{Cours}_N} = \frac{(26,5 - 25) + 600\,000/750\,000}{25} = 9,2 \%$$

Exercice 2

ÉNONCÉ

La société Marly envisage de réaliser un investissement pour lequel l'étude prévisionnelle de la rentabilité économique a permis d'obtenir le total des flux de trésorerie (en milliers d'euros) pour les 3 années à venir :

Années	0	1	2	3
Flux de trésorerie	(1 519)	600	600	600

Le projet serait financé par emprunt à hauteur de 30 % (Taux d'intérêt = 6,5 %) et le solde par capitaux propres. Au moment de l'étude, le prix de l'action est d'environ 50 € et on envisage une progression du dividende de 4 % par an.

TRAVAIL À FAIRE

1. Évaluez la rentabilité économique du projet par le calcul du TIR.
2. Quel est le prochain dividende à verser aux actionnaires pour que le projet ait une rentabilité acceptable par rapport au coût du capital ? On utilisera le modèle de Gordon et un taux d'imposition de 33,1/3 %.

CORRIGÉ**Question 1**

Le texte donne le total des flux de trésorerie et les calculs sont immédiats :

$$-1\,519 + 600 \times \left(\frac{1 - (1+i)^{-3}}{i} \right) \rightarrow \text{TIR} = 9\%$$

Question 2

Un projet est acceptable si le coût des financements utilisés est inférieur à la rentabilité de l'investissement, autrement dit, si nous avons :

TIR du projet > Coût du capital

Il nous faut donc calculer le dividende à verser à l'actionnaire (avec le modèle de Gordon), tel que le coût du capital soit inférieur à 9 % (la rentabilité du projet). Désignons par « cp », le coût des capitaux propres :

$$0,09 = 0,3 \times 0,065 \times 2/3 + 0,7 \times \text{cp} \rightarrow \text{cp} = 11\%$$

Le coût des capitaux propres ne doit pas dépasser 11 % pour que le projet soit acceptable. Il ne reste plus qu'à en déduire le dividende maximum à verser aux actionnaires pour respecter cette contrainte :

$$0,11 = \frac{D}{50} + 0,04 \rightarrow D = 3,5 \text{ €}$$

Exercice 3**ÉNONCÉ**

Le 3 janvier N, une société anonyme dont le capital est constitué de 45 000 actions (nominal : 100 €), envisage les deux opérations suivantes, réalisées simultanément :

- émission au prix de 300 € de 10 000 actions de numéraire ;
- émission de 5 000 actions gratuites.

L'action est évaluée à 400 € avant cette double augmentation de capital.

TRAVAIL À FAIRE

Montrez comment, grâce aux droits de souscription et d'attribution, la richesse des actionnaires présents dans le capital avant les deux augmentations de capital, reste inchangée.



CORRIGÉ

L'émission d'actions gratuites se traduira par une augmentation de capital de 500 000 € (5 000 × 100). Elle n'aura aucune conséquence sur la valeur comptable des capitaux propres puisqu'il s'agit de transférer 500 000 € de réserves sur la ligne capital social.

L'émission d'actions de numéraire peut être décomposée ainsi :

- nominal appelé : 10 000 × 100 = 1 000 000 € ;
- prime d'émission : 10 000 × (300 – 100) = 2 000 000 €.

La valeur théorique de l'action après la double augmentation de capital sera de 350 € :

$45\,000 \times 400 =$	18 000 000
$+ 5\,000$	
$+ 10\,000 \times 300 =$	3 000 000
$= 60\,000 \times 350 =$	21 000 000
<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: center;">  Nombre d'actions après les deux opérations </div> <div style="text-align: center;">  Valeur de l'action après les deux opérations </div> </div>	

Tout détenteur d'une action avant l'opération reçoit un droit de souscription (ds : droit à recevoir des actions aux prix préférentiel) et un droit d'attribution (da : droit à recevoir des actions gratuites).

Répartition des actions gratuites

45 000 actions anciennes → 45 000 da pour 5 000 actions gratuites

9 actions anciennes → 9 da pour 1 action gratuite

Ainsi, tout détenteur de 9 actions anciennes, recevra, gratuitement une action qui aura, après l'opération, une valeur de 350 €. Un actionnaire peut donc décider :

- de vendre immédiatement cette action au prix de 350 € (après avoir exercé son droit) ;
- ou bien de vendre ses droits d'attribution au prix de 38,89 €. En effet, nous avons : $9\ da = 350\ €$
→ 1 droit d'attribution = 38,89 €.

Répartition des actions de numéraire

45 000 actions anciennes → 45 000 ds pour 10 000 actions de numéraire

Tout détenteur de 9 ds pourra souscrire à 2 actions de numéraire au prix préférentiel de 300 €.

Nous avons ainsi : $9\ ds + 2 \times 300\ € = 2 \times 350\ €$ → ds = 11,11 €

REMARQUE

da + ds = 38,89 + 11,11 = 50 €, ce qui représente exactement la perte de valeur pour un actionnaire détenant une action avant l'opération.

TITRE 2. LES FUSIONS

Une entreprise peut faire le choix de la croissance interne (qualifiée aussi de croissance organique) et développer elle-même de nouvelles capacités de production. Sinon, elle peut opter pour une opération de croissance externe, c'est-à-dire acquérir tout ou partie d'une entreprise concurrente ou complémentaire. Il existe pour cela trois modalités de mise en œuvre : la coopération, la fusion et la prise de participation.

Une politique de coopération consiste, par exemple, à créer une filiale commune avec un partenaire local (joint-venture).

La fusion est une opération dans laquelle une ou plusieurs sociétés transmettent leur patrimoine à une société existante (fusion absorption) ou à une nouvelle société qu'elles constituent (fusion réunion). L'opération peut être conduite dans un cadre amical ou négocié ou bien, dans un premier temps au moins, être refusée par la société cible.

Une acquisition, consiste pour une société à prendre le contrôle sur une autre sans que cela ne débouche nécessairement sur une fusion. Quels sont alors les éléments qui permettent de choisir entre une prise de participation majoritaire et une fusion ?

- A veut profiter de l'avance technologique de B : une simple prise de participation majoritaire est suffisante.
- B est très profitable et A veut faire remonter le plus possible de dividende : une prise de participation proche de 100 % est préférable.
- A estime que l'équipe de management de B n'apporte rien et préfère économiser la charge correspondante : une fusion est la meilleure chose.

CHAPITRE 1. DÉFINITIONS ET MODALITÉS DE LA FUSION

La fusion est une opération par laquelle deux sociétés se réunissent pour n'en former qu'une seule, soit par voie de création d'une nouvelle société, soit par absorption de l'une par l'autre. Dans ce dernier cas, l'ensemble des éléments actifs et passifs des patrimoines d'une société est transmis au profit de l'autre société qui les recueille. Le passif de la société absorbée est donc pris en charge par la société absorbante selon les modalités et garanties définies au contrat de fusion. Dans le premier cas cité, il y a disparition des deux premières entités, tandis que dans le second il y a dissolution de la société absorbée.

Pour qu'il y ait fusion, il faut que les actionnaires de la société absorbée deviennent actionnaires de la société absorbante. Par dérogation à cette règle, le versement d'une soulte en espèces ne fait pas perdre à l'opération son caractère de fusion, si cette soulte ne dépasse pas 10 % de la valeur nominale des actions.

Bien que les actionnaires de la société absorbée deviennent actionnaires de la société absorbante, il ne faut pas assimiler la fusion à une OPE. En effet, dans le cadre d'une OPE, les deux sociétés continuent à exister après l'opération. À l'issue de la fusion, une seule société demeure : l'absorbante. Il est par contre fréquent qu'une fusion soit précédée d'une offre publique d'échange.

SECTION 1. LES DIFFÉRENTS TYPES DE FUSION

On distingue plusieurs types de fusion :

- **La fusion horizontale** : la plus fréquente, concerne deux sociétés d'un même secteur d'activité ; ces opérations obéissent à des stratégies de spécialisation. Les principaux gains résultant de ce type de rapprochement sont des économies d'échelle qui proviennent d'une meilleure répartition des charges fixes sur les unités de production, des réductions de coûts variables par le regroupement de la production, des économies dues aux effets d'expérience qui se traduisent par un phénomène d'apprentissage. Elles seront d'autant plus importantes que la production cumulée augmentera.
- **La fusion conglomerale** : elle réunit deux entreprises de branches d'activités différentes.
- **La fusion verticale** : elle est soit la concentration d'un fournisseur et de son client, c'est donc le moyen pour l'acquéreur de se rapprocher des matières premières ou du consommateur ultime, soit l'absorption de filiales par les sociétés mères ou l'inverse.

La fusion peut être réalisée de deux manières :

- par voie de **création d'une société nouvelle** dont le capital sera fixé à un montant égal à la valeur des sociétés fusionnantes ;
- par voie de **d'absorption** et, dans ce cas, l'augmentation de capital est réalisée par la société absorbante. Les actions nouvellement créées seront attribuées aux actionnaires de la société dissoute en échange de leurs titres.

SECTION 2. LES OBJECTIFS D'UNE OPÉRATION DE FUSION

La finalité d'une opération de fusions-acquisitions est de créer de la valeur pour l'actionnaire. Nous allons décrire ici les sources possibles de cet enrichissement.

I. LA RÉALISATION DE SYNERGIES

Il y a synergie lorsque la combinaison de différents facteurs produit un effet plus grand que la somme de leurs effets individuels. Dans une opération de fusion entre X et Y, il en est ainsi lorsque le rapprochement de ces deux sociétés permet de réduire les coûts ou d'augmenter le chiffre d'affaires du nouvel ensemble et d'avoir :

$$\text{Valeur ensemble fusionné (X,Y)} > \text{Valeur de X} + \text{Valeur de Y}$$

A. LES SYNERGIES COMMERCIALES

Les synergies commerciales correspondent à l'augmentation du chiffre d'affaires de l'ensemble fusionné (ou rapproché), grâce à un accroissement du pouvoir de marché et la mise en place de barrières à l'entrée : par exemple, la diminution de la pression concurrentielle permet une plus « grande maîtrise » du prix de vente (secteur bancaire, opérateurs téléphoniques...).

B. LES SYNERGIES DE COÛTS

Il s'agit cette fois des économies sur les postes de charges.

1. Les économies d'échelle

Les économies d'échelles permettent une baisse du coût de revient unitaire avec :

- une meilleure absorption des charges fixes comme l'effort d'investissement en recherche et développement ;
- des efforts de rationalisation, la suppression de certains services administratifs.

La croissance horizontale permet de bénéficier de ce type de synergie. Dans ce type de croissance, le groupe fabrique ou distribue de nouveaux produits, mais qui très proches de la gamme actuelle (écran de télévision → écran d'ordinateur ; ski neige → ski nautique). Il peut en résulter des économies importantes grâce à l'utilisation d'une ligne de production identique ou le même réseau de distribution.

2. Les autres formes d'économies ou de revenus

Tout d'abord, une fusion est quelquefois le seul moyen d'accéder à des actifs ou à des techniques qui ne sont pas disponibles, car un brevet a été déposé.

Sans envisager ce cas extrême, une fusion permet de bénéficier de l'expérience de la cible, et ainsi de gagner beaucoup de temps.

Enfin, grâce à une intégration en amont, la sécurité des approvisionnements est mieux assurée que ce soit en termes de volume ou de prix.

II. LES AUTRES JUSTIFICATIONS

A. LA SOUS-VALORISATION DE LA CIBLE

Une opération de fusion peut venir du constat que le marché ne valorise pas convenablement la cible (le PER de cette dernière peut ainsi être nettement inférieur à celui du secteur et sans raison ou de façon abusive) ou bien que la valorisation boursière est nettement inférieure aux capitaux propres comptables (pourtant déjà assez pessimistes avec le principe de prudence) ou pire encore, à la trésorerie nette de l'entreprise. Cette démarche, en apparence rationnelle, a toutefois des limites :

- Elle est tout de même basée sur l'idée que le marché financier se trompe et, à moins d'avoir des informations privilégiées, il y a tout de même une part de pari.
- Surtout, la décote risque de disparaître rapidement avec l'annonce de la volonté de racheter la cible !

B. MANQUE D'EFFICACITÉ DES MANAGERS

Cette fois, les initiateurs de l'opération considèrent que l'entreprise est mal gérée et qu'une restructuration, après en avoir pris le contrôle, permettrait de la revendre à terme avec profit.

C. CROÎTRE POUR ÉVITER D'ÊTRE ATTAQUÉ OU ABSORBÉ (EXEMPLE DE LA SOCIÉTÉ GÉNÉRALE)

D. CAPTURER LA MARGE DE L'ENTREPRISE CIBLE

E. ADOPTER UNE STRATÉGIE DE DIVERSIFICATION PURE

La croissance conglomérale consiste à développer l'entreprise en ajoutant des activités n'ayant aucun lien entre elles. Elle permet de répartir les risques, mais pose des problèmes de cohérence avec l'apparition de cultures très différentes au sein du groupe.

III. LES SOURCES D'ÉCHECS DES OPÉRATIONS DE FUSION

Les échecs rencontrés dans les opérations de fusion proviennent le plus souvent d'une estimation trop optimiste des synergies ; il faut dire que beaucoup de conseillers ont intérêt à ce que l'opération se fasse, à tout prix.

Ensuite, une réduction de la flexibilité est toujours possible et le niveau des coûts fixes peut remettre en cause la progression de la rentabilité.

Enfin, des problèmes d'organisation peuvent se poser, avec notamment le rapprochement de cultures qui peuvent être très différentes (fusion ratée entre Daimler et Chrysler), voire, à l'usage, inconciliables.

SECTION 3. ÉVALUATION ET DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE

La valeur globale de chaque société, déterminée après application des différentes méthodes d'évaluation, est divisée par le nombre d'actions ou de parts composant le capital de chaque société concernée afin de permettre la détermination d'une valeur unitaire pour chaque titre. C'est du rapprochement entre ces valeurs que résultera un rapport d'échange. On déduira de celui-ci le nombre d'actions nouvelles à émettre par la société absorbante en vue de leur attribution aux actionnaires de la société absorbée.

Dans le cas où la société absorbante détient préalablement des titres de la société absorbée, la société absorbante devrait être appelée à recevoir une fraction de ses propres titres ou actions, ce qui est interdit par la loi. Pour respecter la législation, deux solutions sont envisageables :

- la **fusion renonciation**, dans laquelle la société absorbante se borne à créer les droits sociaux nécessaires à la rémunération des associés de la société absorbée autres qu'elle-même, la société absorbante renonce à émettre les parts ou actions qui devraient lui revenir ;
- la **fusion allotissement**, dans laquelle la société absorbée et la société absorbante peuvent convenir du système suivant : une attribution en partage à la société absorbante de la fraction du patrimoine de l'absorbée correspond aux droits de l'absorbante, le surplus seul fait l'objet d'un véritable apport-fusion. Autrement dit, la fusion allotissement s'analyse juridiquement en une liquidation partielle de la société suivie immédiatement d'une fusion.

Dans le cas où la société absorbée détient des participations dans la société absorbante, l'absorbante va trouver ses propres parts ou actions dans le patrimoine qui lui est transmis par l'absorbée.

Si l'absorbante est une société par actions, elle peut conserver ces actions en portefeuille, à condition de ne pas détenir plus de 10 % de son capital. Sinon, elle doit céder les actions excédentaires dans un délai de 2 ans à compter de leur acquisition. Mais il s'agit d'une simple faculté, la société peut également vendre au préalable ses droits sociaux ou distribuer entre ses associés les parts ou actions qu'elle détient dans la société absorbante.

Plus fréquemment, la société absorbée apporte tous ses éléments. En contrepartie de cet apport, la société absorbante augmente son capital dans les conditions habituelles puis le réduit d'un montant égal à la valeur nominale de ses propres actions ou parts qui lui ont été apportées et qui se trouvent ainsi annulées.

La différence entre la valeur nominale des titres ainsi annulés et leur valeur d'apport est imputée sur la prime de fusion.

SECTION 4. GARANTIES DONNÉES AUX ACTIONNAIRES DE LA CIBLE

I. GARANTIE D'ACTIF ET DE PASSIF

Dans le cadre d'une cession d'entreprise, la garantie d'actif et de passif permet à l'acheteur de ne pas supporter les conséquences d'une augmentation du passif (contentieux non provisionné, dettes non enregistrées...) ou d'une diminution de l'actif (créances douteuses ou stocks insuffisamment dépréciés...) non révélée lors de l'établissement du prix.

Cette clause doit être négociée sur les points suivants : délimitation de la garantie, sa durée, le calcul du montant et les modalités de déclenchement.

II. LA CLAUSE D'EARN-OUT

C'est une clause qui indexe une partie du prix de la transaction sur les résultats futurs de la société.

Dans de nombreuses transactions, le prix est versé en deux fois : une partie au moment de la cession et le reste, plus tard, sous forme de complément de prix. La clause d'earn-out détermine le moment auquel le solde sera réglé et les critères qui déclencheront ce versement. Il s'agit généralement de la réalisation par l'entreprise de certains objectifs (chiffre d'affaires ou marge brute).

III. LES PACTES D'ACTIONNAIRES

Un pacte d'actionnaires est un document extra-statutaire et confidentiel visant à organiser les relations entre les actionnaires d'une entreprise (et donc éviter les conflits d'intérêts). D'une façon générale, on peut y trouver deux types de dispositions contractuelles.

Les clauses relatives au contrôle de la stratégie du management peuvent être :

- la clause d'audit qui permet aux actionnaires de se réserver le droit de faire procéder à tout moment à un audit des comptes de la société ;
- la clause de non-concurrence qui prévoit que l'actionnaire principal ne pourra en aucun cas développer une nouvelle affaire directement concurrente ;
- la clause liée au reporting qui vise à réduire l'asymétrie d'information. Les actionnaires doivent recevoir régulièrement un reporting comptable et financier.

Parmi les clauses relatives au maintien des équilibres financiers et à l'évolution de l'actionnariat, on peut citer la clause de droit de préemption réciproque qui oblige un actionnaire qui souhaiterait vendre ses titres à un tiers, à les proposer en priorité au même prix et aux mêmes conditions aux autres actionnaires.

CHAPITRE 2. ASPECTS JURIDIQUES ET COMPTABLES DES FUSIONS

SECTION 1. CARACTÉRISTIQUES JURIDIQUES

Les fusions présentent trois caractéristiques juridiques fondamentales.

I. TRANSMISSION UNIVERSELLE DU PATRIMOINE

Cette caractéristique est aujourd'hui bien précisée par le législateur : l'article 1844-4 du Code civil mais surtout l'article L. 236-3 du Code de commerce.

Elle est très importante par ses conséquences car la transmission universelle du patrimoine signifie que sont transmis non seulement les biens mais les droits et obligations liés au patrimoine qu'ils soient apparents (au bilan de la société) ou qu'ils soient latents (caution, etc.). Coexistent donc, dans une fusion, deux principes qui peuvent paraître opposés :

- rupture de la personnalité morale ;
- continuité du patrimoine.

II. DISSOLUTION SANS LIQUIDATION DES SOCIÉTÉS QUI DISPARAISSENT

Il n'y a donc pas lieu de nommer un liquidateur ni de faire état du principe selon lequel la personnalité morale d'une société survit pour les besoins de la liquidation.

III. RÉMUNÉRATION DES APPORTS PAR ÉCHANGE DE DROITS SOCIAUX

Autrement dit les associés de la société absorbée sont rémunérés par des actions ou parts de la société bénéficiaire, par une augmentation de capital de celle-ci. L'article L. 236-1 du Code de commerce, prévoit cependant la possibilité d'une soulte en espèces d'au maximum « 10 % de la valeur nominale des parts ou des actions attribuées ».

Toutefois, la remise de droits sociaux ne peut se faire qu'au profit des associés ou actionnaires autres que les sociétés participant à l'opération.

Il peut arriver que la société absorbante détienne la totalité du capital de l'absorbée. Dans ce cas il n'y aura pas, finalement, d'augmentation de capital de l'absorbante et la fusion pourra être soumise à un régime simplifié. Ce sera malgré tout une fusion, sauf application de la confusion des patrimoines de l'article 1844-5 du Code civil.

SECTION 2. ASPECTS COMPTABLES DES FUSIONS

La traduction d'une fusion en comptabilité est basée sur les indications du traité d'apport, dans sa forme définitive approuvée par les assemblées générales des sociétés concernées. Le traité est obligatoirement un document détaillé qui doit mentionner toutes les données et conditions juridiques, comptables et fiscales de l'opération.

Par ailleurs, le schéma de valorisation se présente comme suit :

Notion de contrôle \ Valorisation des apports	Valeur comptable	Valeur réelle
Opérations impliquant des entités sous contrôle commun		
Opérations à l'endroit ⁽¹⁾	X	
Opérations à l'envers ⁽²⁾	X	
Opérations impliquant des entités sous contrôle distinct		
Opérations à l'envers ⁽³⁾	X	
Opérations à l'endroit ⁽⁴⁾		X

(1) C'est le cas lorsqu'après la fusion, l'actionnaire principal de l'absorbante, bien que dilué (sauf dans les cas de fusion simplifiée), conserve son pouvoir de contrôle sur celle-ci.

(2) C'est le cas lorsqu'après l'apport, la société apporteuse prend le contrôle de la société bénéficiaire des apports ou renforce son contrôle sur celle-ci (c'est-à-dire que la cible est la société bénéficiaire des apports).

(3) C'est le cas lorsqu'après la fusion, l'actionnaire principal de l'absorbée prend le contrôle de l'absorbante (c'est-à-dire que la cible est, en réalité, la société absorbante).

(4) C'est le cas lorsqu'après l'apport, l'actionnaire principal de la société bénéficiaire des apports, bien que dilué, conserve son pouvoir de contrôle sur celle-ci.

Dans les opérations « à l'endroit », la justification des valorisations est la suivante :

- s'il s'agit d'une fusion entre les entités indépendantes : il doit être retenu la valeur réelle, celle-ci étant considérée comme donnant une image plus fidèle de la notion de coût d'acquisition (et par convergence avec la solution qui aurait été applicable en cas d'achat de titres et de consolidation, dans le cadre de l'application de la méthode de l'acquisition) ;
- s'il s'agit d'une fusion entre des entités déjà contrôlées : il doit être retenu la transparence de l'opération, en ne modifiant pas les valorisations du dernier bilan de la société absorbée.

Dans les opérations « à l'envers », la justification est inversée ; ainsi :

- s'il s'agit d'une fusion entre des entités indépendantes : il doit être retenu la valeur comptable, car la « vraie » société acquéreuse est la société apporteuse (qu'il faut donc conserver au coût historique) ;
- s'il s'agit d'une fusion entre des entités déjà contrôlées : le même principe de transparence de l'opération de fusion doit s'appliquer.

CHAPITRE 3. APPLICATIONS

Exercice 4

ÉNONCÉ

La société X envisage d'absorber la société Y. La situation des deux sociétés avant la fusion est la suivante :

Sociétés	X	Y
BNPA en euros	1,92	1,5
Nombre d'actions	5 000 000	2 400 000
Cours de Bourse	22,5	15
PER	11,7	10,0

Par simplification, on supposera que la fusion sera basée sur les cours de Bourse et qu'elle ne générera aucune synergie, ni aucun coût supplémentaire.

TRAVAIL À FAIRE

1. a. Calculez :

- la parité d'échange et le nombre d'actions total après la fusion ;
- le bénéfice total et le BNPA après la fusion.

b. Commentez.

On suppose à présent que :

- X va verser aux actionnaires de Y une prime de contrôle de 20 % ;
- grâce aux synergies, le bénéfice total de l'ensemble ainsi fusionné augmentera de 10 %.

2. a. Calculez :

- la parité d'échange et le nombre d'actions total après la fusion ;
- le bénéfice total et le BNPA après la fusion,

b. Commentez.

CORRIGÉ

Étude de l'opération sans prime, ni synergie

Parité d'échange : On doit calculer le nombre d'actions X à remettre en échange d'une action Y :

$$\frac{Y}{X} = \frac{15}{22,5} = \frac{2}{3} \rightarrow \text{Tout détenteur de 3 Y recevra 2 X.}$$

- Nombre total d'actions : $5\,000\,000 + 2\,400\,000 \times 2/3 = 6\,600\,000$
- Bénéfice après la fusion : $5\,000\,000 \times 1,92 + 2\,400\,000 \times 1,5 = 13\,200\,000$
- BNPA : $13\,200\,000 / 6\,600\,000 = 2 \text{ €}$

On peut en déduire les conclusions suivantes :

- Pour les actionnaires de X, l'opération :
 - a un effet relatif sur le bénéfice puisque le BNPA a augmenté de 4,2 % ($2/1,92$) ;
 - engendre une perte de contrôle : avec 50 000 actions avant la fusion, un actionnaire de X possédait 1 % du capital et seulement 0,76 % après ($50\,000 / 6\,600\,000$).
- Pour les actionnaires de Y, l'opération a un effet dilutif sur le bénéfice avec une baisse de 11,11 % du BNPA :
 - avant l'opération, le BNPA pour 3 Y s'élevait à 4,5 € ($3 \times 1,5$ €) ;
 - après la fusion, le BNPA pour les 2 actions X reçues en échange est de 4 € (2×2).

Étude de l'opération avec prime et synergies

- Parité d'échange : $\frac{Y}{X} = \frac{18}{22,5} = 0,8 \rightarrow Y = 0,8 X \rightarrow \text{Tout détenteur de 5 Y recevra 4 X.}$

- Nombre total d'actions : $5\,000\,000 + 2\,400\,000 \times 0,8 = 6\,920\,000$
- Bénéfice après la fusion : $13\,200\,000 \times 1,1 = 14\,520\,000$
- BNPA : $14\,520\,000 / 6\,920\,000 = 2,1 \text{ €}$

Cette fois, les conclusions sont les suivantes :

- Pour les actionnaires de X, l'opération :
 - a un effet relatif sur le bénéfice encore plus important puisque le BNPA augmente de 9,4 % ($2,1/1,92$) ; les conséquences des synergies attendues sont supérieures aux effets de la prime de contrôle ;
 - augmente légèrement la perte de contrôle : 1 % du capital avant et seulement 0,72 % après la fusion.
- Pour les actionnaires de Y, l'opération a un effet relatif sur le bénéfice avec une progression de 12 % du BNPA :
 - avant l'opération, le BNPA pour 5 Y s'élevait à 7,5 € ($5 \times 1,5$) ;
 - après la fusion, le BNPA pour les 4 actions X reçues en échange est de 8,4 € ($4 \times 2,1$).

Exercice 5**ÉNONCÉ**

Une société X désire prendre le contrôle à 100 % de la société Y dont le capital est composé de 500 000 actions. Leurs business plans avant la fusion se présentent ainsi :

en milliers d'euros	N	N+1	N+2	N+3	N+4
FTD X ⁽¹⁾	350	380	380	410	438
FTD Y ⁽¹⁾	200	240	260	265	289

(1) Flux de trésorerie disponible.

	X	Y	Groupe
Coût du capital	12 %	15 %	10 %
Dettes financières début N	430	250	680
Synergie annuelle nette d'impôt	–	–	106
Croissance au-delà de N+4	2,0 %	2,5 %	3 %

Le groupe ainsi constitué supporterait des coûts de restructuration de 700 nets d'impôts supportés début N.

TRAVAIL À FAIRE

L'opération vous paraît-elle justifiée d'un point de vue financier ?

CORRIGÉ

Nous commencerons par calculer la valeur de chaque société avant la fusion.

Évaluation de X

Valeur actuelle des flux de trésorerie de X entre N et N+4 : 1 395

$$350 \times 1,12^{-1} + 380 \times 1,12^{-2} + 380 \times 1,12^{-3} + 410 \times 1,12^{-4} + 438 \times 1,12^{-5}$$

Valeur terminale de X : 2 535, soit : $\frac{438 \times 1,02 \times 1,12^{-5}}{0,12 - 0,02}$

Valeur des capitaux propres : $1\,395 + 2\,535 - 430 = 3\,500$

Évaluation de Y

Valeur actuelle des flux de trésorerie de Y entre N et N+4 : 822

$$200 \times 1,15^{-1} + 240 \times 1,15^{-2} + 260 \times 1,15^{-3} + 265 \times 1,15^{-4} + 289 \times 1,15^{-5}$$

Valeur terminale de Y : 1 178, soit : $\frac{289 \times 1,025 \times 1,15^{-5}}{0,15 - 0,025}$

Valeur des capitaux propres : $822 + 1\,178 - 250 = 1\,750$

Il reste à présent à apprécier la valeur du groupe en cas de fusion. Commençons par présenter les flux de trésorerie qui résulteraient de ce rapprochement :

Flux de trésorerie du groupe en cas de fusion :

en milliers d'euros	N	N+1	N+2	N+3	N+4
Flux (X + Y)	550	620	640	675	727
Synergies	106	106	106	106	106
Flux Groupe	656	726	746	781	833

Évaluation du groupe

Valeur actuelle des flux de trésorerie du groupe entre N et N+4 : 2 808

$$656 \times 1,1^{-1} + 726 \times 1,1^{-2} + 746 \times 1,1^{-3} + 781 \times 1,1^{-4} + 833 \times 1,1^{-5}$$

Valeur terminale de Y : 7 611, soit : $\frac{833 \times 1,03 \times 1,1^{-5}}{0,1 - 0,03}$

Valeur des capitaux propres : $2\,808 + 7\,611 - 700 - 680 = 9\,039$

La valeur du groupe en cas de fusion étant supérieure à la somme des deux entreprises si elles restent indépendantes, on peut dire que le rapprochement est justifié.

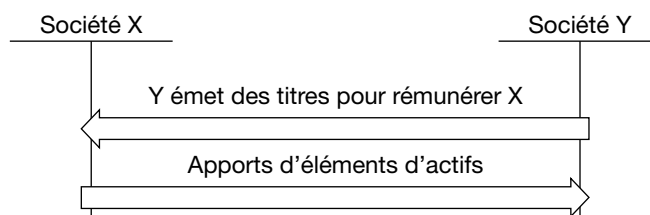
TITRE 3. APPORTS PARTIELS D'ACTIFS ET SCISSIONS

CHAPITRE 1. LES APPORTS PARTIELS D'ACTIFS

SECTION 1. DÉFINITIONS ET MODALITÉS

L'apport partiel d'actif est l'opération par laquelle une personne morale apporte à une autre société (nouvelle ou existante), un ensemble d'actifs et de passifs.

La société qui réalise l'apport reçoit en échange des titres émis par la société bénéficiaire de ses apports (un règlement sous une autre forme dans la limite de 10 % de la valeur nominale des titres attribués est possible).



Trois éléments essentiels caractérisent cette opération :

- il n'y a pas disparition de la société apporteuse ;
- c'est la société X qui reçoit les titres de Y (et non, les actionnaires de X) ;
- l'apport peut concerner un ou plusieurs éléments d'une entreprise ou une branche complète d'activité¹.

La société X (apporteuse) peut conserver les titres qu'elle reçoit de Y et la contrôler ou pas. X peut aussi distribuer ces titres à ses actionnaires.

Du point de vue de la société Y (société bénéficiaire), l'opération est soit une augmentation de capital, soit une constitution (selon qu'elle existait ou non avant l'opération).

SECTION 2. OBJECTIFS RECHERCHÉS

L'apport partiel d'actif est tout d'abord une technique de réorganisation pour regrouper des activités au sein d'une même société ou, au contraire, les séparer. Dans ce dernier cas, l'APA peut faciliter la gestion d'une branche d'activité en l'isolant dans une société à part.

1. Ensemble des éléments d'actif et de passif d'une division d'une société capable de fonctionner par ses propres moyens.

L'APA peut aussi être un préalable à la cession d'une activité :

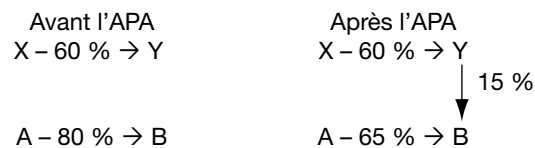
- si l'acquéreur souhaite acheter une société plutôt que des actifs (raisons fiscales notamment) ;
- et/ou s'il n'a pas la trésorerie suffisante.

Enfin, l'APA réalisé à l'endroit (l'actionnaire principal de la société bénéficiaire des apports, bien que dilué, conserve son pouvoir de contrôle sur celle-ci) en valorisant les apports à leur valeur réelle, permet de mieux valoriser une partie du patrimoine de la société qui réalise l'apport (cession ultérieure, demande de prêt...). La réévaluation libre du bilan est évidemment une alternative mais essentiellement en présence de report déficitaire.

EXEMPLE APPLICATIF 3

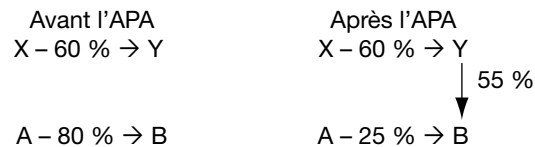
Soit une société Y qui apporte une branche d'activité à une société B.

APA dit à l'endroit



L'actionnaire principal (A) de la société bénéficiaire (B) conserve le contrôle.

APA dit à l'envers



L'actionnaire de la société apporteuse (Y) prend le contrôle de la société bénéficiaire (B).

Cette situation apparaît lorsque la valeur de l'apport est très importante par rapport à la valeur de la société bénéficiaire.

SECTION 3. ASPECTS JURIDIQUES, COMPTABLES ET FISCAUX

D'une façon générale, les conditions, modalités et conséquences des scissions sont analogues à celles des fusions, sous réserve de quelques adaptations. Ainsi, et sauf stipulation contraire, l'APA opère une **transmission universelle partielle de patrimoine** d'une société à l'autre pour la branche d'activité concernée ; la société bénéficiaire est substituée à la société apporteuse dans tous les biens, droits et obligations relatifs à la branche d'activité apportée. Cela a notamment pour conséquence que toutes les relations contractuelles établies par la société apporteuse concernant la branche d'activité apportée sont transmises à la société bénéficiaire.

Les **apports réalisés sont évalués** à la valeur comptable sauf dans les opérations à l'endroit de sociétés sous contrôle distinct (dans ce cas, on retient la valeur réelle).

En cas d'opérations impliquant des sociétés préalablement sous contrôle commun (une des sociétés participant à l'opération contrôle préalablement l'autre, ou les deux sociétés sont préalablement sous le contrôle d'une même société mère), les enregistrements se font à la valeur comptable.

Du **point de vue fiscal**, il existe deux régimes fiscaux applicables : le régime de droit commun et le régime de faveur. Avec le régime de droit commun, les plus-values latentes sont imposées chez l'apporteuse et la société bénéficiaire reçoit un apport libéré d'impôt. L'opération peut donc être coûteuse, voire impossible pour la société apporteuse.

Le régime de faveur, quant à lui, exonère d'IS la société apporteuse (mais imposition future éventuelle des titres reçus). Ce régime s'applique de plein droit si :

- l'APA porte sur une branche complète d'activité ;
- la société apporteuse s'engage à conserver les titres pendant au moins 3 ans.

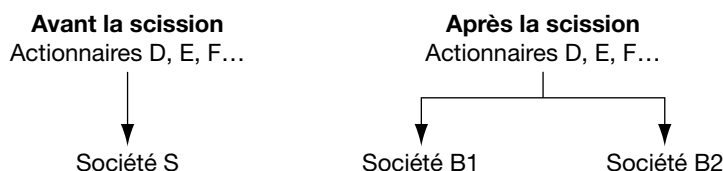
CHAPITRE 2. LES SCISSIONS

SECTION 1. DÉFINITIONS ET MODALITÉS

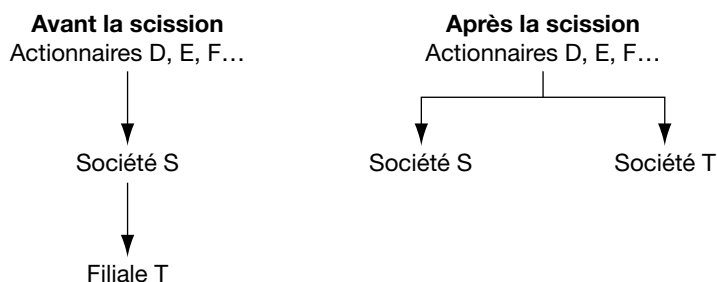
Une scission représente l'éclatement d'une société en plusieurs entités avec la création d'actions par les sociétés bénéficiaires au profit des actionnaires de la société scindée. Il existe différentes formes de scission **suivant que l'opération s'impose aux actionnaires ou reste un choix**.

Dans le premier cas, les actionnaires des différentes activités du groupe sont exactement les mêmes que les actionnaires initiaux du groupe. On distingue :

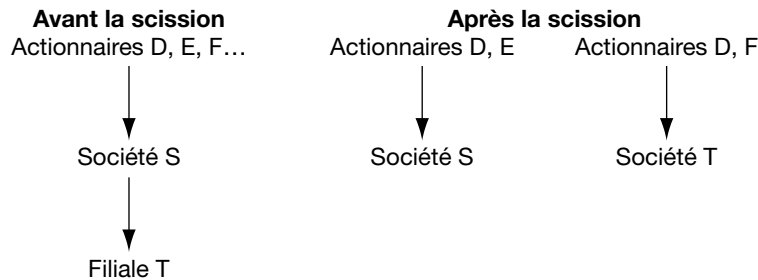
- La scission dissolution (**split-up**) : la société existante disparaît en se divisant en plusieurs entités. Les actionnaires originels reçoivent des actions des sociétés créées en proportion des titres qu'ils détenaient dans la société dissoute.



- La scission-distribution (**spin-off**) : elle consiste, pour une société mère à se séparer d'une filiale et à distribuer à ses propres actionnaires les actions qu'elle détient sur une filiale, au prorata de leur participation dans le capital de la mère. L'opération est donc assimilable à une distribution de dividendes, à la différence qu'ici, ce ne sont pas des liquidités mais des actions qui sont distribuées. Lorsque l'activité dont la société mère souhaite se séparer n'est pas filialisée, le préalable au spin-off est un apport partiel d'actif de l'activité à une filiale créée pour l'occasion.



Dans le second cas, il est offert aux actionnaires qui le souhaitent d'échanger leurs actions de la maison mère contre des actions d'une filiale. On parle de scission échange (**split-off**). Les actions apportées à l'offre sont ensuite annulées par la maison mère. À la différence du spin-off, le partage du patrimoine s'accompagne également d'une division du groupe d'actionnaires. Cette opération est donc à rapprocher d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) payée par des actions et non en espèces.



SECTION 2. OBJECTIFS RECHERCHÉS

La principale motivation de ces opérations est de réduire l'asymétrie d'information afin de maximiser la richesse des actionnaires. Plus les activités d'une société cotée sont variées, plus le cours boursier fait l'objet d'une décote. Cette décote s'explique par le fait qu'il est plus difficile de valoriser une société pluri-secteurs. Le marché préfère les « pure players », car le nombre d'hypothèses à bâtir pour les évaluer est plus limité. Bien que les sociétés cotées soient obligées de publier des informations sectorielles, il reste délicat d'établir des prévisions par activité. Le problème est accentué par le fait que la plupart des analystes sont spécialisés par secteur d'activité.

TITRE 4. LES OFFRES PUBLIQUES

CHAPITRE 1. DÉFINITIONS

L'offre publique d'achat (OPA) ou d'échange (OPE) peut se définir comme la démarche par laquelle une personne morale ou physique fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'elle est disposée à acquérir tous leurs titres à un prix déterminé. Le but recherché est la prise de contrôle. C'est essentiellement un moyen de rapprochement des entreprises, bien que l'opération puisse être lancée à d'autres fins : renforcement de contrôle, retrait du marché, but purement financier.

La vague d'offre publique que connaît le marché français depuis la fin des années 1990 est surtout liée à la nécessité d'avoir une taille critique dans son secteur au niveau européen et mondial et au désir des sociétés mères de contrôler leurs filiales cotées. La prise de contrôle se paie, c'est-à-dire que le prix offert aux actionnaires intègre le plus souvent une prime par rapport au cours de Bourse.

Lorsque l'on désire acquérir une société, deux cas de figure peuvent être envisagés, l'acquisition totale ou partielle d'une société non cotée et le rachat en Bourse de tout ou partie des actions d'une société cotée.

Dans le premier cas, le rapprochement se fera de manière amicale, c'est-à-dire avec accord des parties, sauf cas exceptionnel de rachat de société en liquidation. Dans le second cas, le rapprochement pourra être réalisé sous une forme soit amicale, soit inamicale.

À ce deuxième type d'opportunité, correspondent des procédures réglementées :

- les procédures normales d'offre publique d'achat (OPA), d'offre publique d'échange (OPE), d'offre publique hybride ou alternative (OPA et OPE) ;
- l'offre publique d'achat simplifiée qui regroupe quatre mécanismes ;
- l'offre publique de retrait (OPR) et l'offre publique de retrait obligatoire (OPRO) ;
- le ramassage en Bourse.

L'offre publique d'achat ou d'échange ne concerne que les sociétés cotées en Bourse. Elle est fondée sur l'obligation de proposer aux minoritaires les mêmes conditions qu'aux autres actionnaires.

Depuis la loi du 18 mars 1992, les offres publiques doivent porter sur 100 % du capital. Un dispositif réglementaire garantit aux actionnaires :

- l'égalité devant l'information (l'initiateur doit fournir aux actionnaires de la société visée toute l'information pour une prise de décision objective) ;
- l'égalité devant le prix (en cas de surenchère, la nouvelle offre s'applique aussi à ceux qui ont déjà cédé leurs titres).

Le seul défaut de cette loi concerne le développement d'une réglementation trop stricte et les possibilités de stratégies anti-offre publique qu'elle engendre. Ces dernières découragent les opérations les moins rentables et privent ainsi certains actionnaires des opportunités de gains.

CHAPITRE 2. LES MÉCANISMES DES OFFRES PUBLIQUES

SECTION 1. L'OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE

La loi du 24 juillet 1966, modifiée par celle du 2 août 1989, relative aux déclarations de franchissement de seuil de participation dans le capital d'une société cotée, prévoit que toute personne physique ou morale qui vient à posséder plus de 1/20, 1/10, 1/2, 2/3 du capital d'une société cotée doit en informer celle-ci dans un délai de 15 jours. Ces informations doivent être communiquées dans les mêmes délais lorsque la participation au capital devient inférieure aux seuils déjà cités.

L'offre publique obligatoire est une innovation de la loi de 1989 qui en posait le principe sur 2/3 des droits de vote en cas de franchissement du seuil de 1/3, qu'il s'agisse d'une prise de contrôle directe ou indirecte (filiale cotée par exemple). Le 18 mars 1992 l'acquisition de 100 % du capital des sociétés visées par l'offre publique a été rendue obligatoire. En cas de manquement à l'obligation de déclaration de seuil, les contrevenants peuvent, soit automatiquement, soit à la demande d'un actionnaire, être privés des droits de vote excédant la fraction non déclarée, et ce sur une période de 2 ans.

Franchissement de seuil et déclaration d'intentions

Si la loi se contente d'exiger la déclaration de tout franchissement des seuils, les sociétés ont la faculté d'abaisser statutairement jusqu'à 0,5 % le seuil à compter duquel le franchissement doit être annoncé. Par ailleurs, tout actionnaire franchissant le seuil de 1/10 ou de 1/5 est tenu de déclarer publiquement ses intentions pour les 12 mois à venir :

- soit arrêter ses achats ou les poursuivre ;
- soit prendre ou non le contrôle de la société ;
- soit demander à faire partie des organes de contrôle, de direction ou encore des organes sociaux.

Le non-respect de ce règlement est sanctionné par une amende.

Huit cas de figure permettent de déroger à cette règle, il en est ainsi lorsque :

- le franchissement résulte soit d'une transmission à titre gratuit ou d'une augmentation de capital en numéraire réservées à des personnels dénommés, soit d'un apport partiel d'actifs ou d'une fusion approuvés par les actionnaires de la société cotée ;
- l'acquisition au-delà du seuil de 1/3 n'excède pas 3 % du nombre total d'actions ou de droits de vote et que les acquéreurs s'engagent à reclasser les titres en excédent dans un délai de 18 mois ;
- l'augmentation du pourcentage résulte de la réduction du nombre total des titres de capital ou des droits de vote de la société ;
- la ou les personnes détenaient déjà préalablement le contrôle de la société ;
- la société est déjà contrôlée majoritairement par un ou plusieurs actionnaires ;

- le franchissement vient du reclassement interne à un groupe de personnes contrôlant déjà la société, sans que ce reclassement soit source de déséquilibre au sein du groupe ;
- il s'agit de l'augmentation de la participation directe ou indirecte d'un groupe qui consolide déjà dans ses comptes la société visée ;
- le franchissement du seuil résulte d'une convention d'actions de concert qui a été assurée.

SECTION 2. CONTRÔLE DES OPÉRATIONS D'OFFRE PUBLIQUE

Toutes les personnes détenant au moins 5 % du capital ou des droits de vote doivent déclarer chaque jour, après la séance de Bourse, les opérations d'achat et de vente qu'elles ont effectuées sur le titre concerné par l'offre.

La même obligation s'applique aux personnes qui ont acquis, depuis le dépôt du projet de note d'information, une quantité de titres de la société visée représentant au moins 0,5 % du capital.

Toute personne qui vient à accroître le nombre de titres ou de droits de vote d'au moins 2 % du nombre de titres de la société visée ou qui vient à posséder 5, 10, 15, 20, 25 ou 30 % est tenue de publier immédiatement les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au regard de l'offre.

SECTION 3. LE RAMASSAGE EN BOURSE

Il s'agit d'un point qui a été également prévu par le législateur car l'achat progressif en Bourse n'était généralement pas connu de l'actionnaire individuel ou minoritaire. Depuis la modification de la loi sur les prises de contrôle, il y a obligation de déposer une offre publique dès qu'une personne franchit le seuil de 1/3 du capital.

SECTION 4. LES CERTIFICATS DE VALEUR GARANTIE (CVG)

Outil récent au service des offres publiques, les CVG représentent une garantie de valeur à une date future remise aux personnes qui gardent leurs titres. Toutefois, on considère en général que, dans leur utilisation, on s'éloigne de l'idée initiale de garantie pour se rapprocher de la notion de titre porteur d'une valeur propre. Les CVG peuvent être indifféremment utilisés dans le cadre d'OPA ou d'OPE. Lorsque l'offre à titre principal est une OPA, on peut envisager un règlement partiel et un CVG.

Lorsque l'offre est une OPE, il peut y avoir remise, en échange, de titres et de CVG.

Les CVG sont des engagements hors bilan pour la société émettrice qui constituent un complément du coût d'acquisition des titres reçus.

Le risque propre aux CVG

Si les CVG permettent à un acquéreur de limiter le prix payé dans le cadre d'une OPE en proposant de garantir, pour le futur, un prix de l'action offerte supérieur au cours lors de l'opération, ils peuvent se révéler très coûteux lors d'un retournement de tendance du marché. En effet, en émettant des CVG, l'émetteur anticipe une hausse future des cours.

CHAPITRE 3. LES OFFRES PUBLIQUES DE RETRAIT

Nous traitons ici d'un cas spécifique : l'offre publique de retrait (OPR). Introduite par la loi du 2 août 1989, elle s'entend comme la simple faculté offerte aux actionnaires de vendre leurs actions, assortie de l'obligation pour le groupe de contrôle de les acquérir.

SECTION 1. LES CAS OBLIGATOIRES D'UNE OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT (OPR)

Les cas obligatoires sont les suivants :

- Transformation de la société en société en commandite par actions.
- Flottant ramené à moins de 5 % des droits de vote. Dans ce cas, l'offre de retrait peut être proposée par le majoritaire ou par le minoritaire.

Le prix minimum de l'OPR doit être égal à la moyenne des 60 dernières Bourses. Lorsque l'offre de retrait est présentée par l'actionnaire principal, la procédure d'OPR comporte à son issue, quel que soit son résultat, la radiation des titres de la cote.

La sortie forcée des actionnaires minoritaires demandée par l'actionnaire majoritaire, est désormais légale en France à condition que la valorisation des titres ait été réalisée sur une base multicritères et qu'un expert indépendant soit nommé. À l'issue de ce processus, la société initiatrice détient 100 % du capital.

SECTION 2. CAS PARTICULIERS

Il arrive, à l'occasion d'un événement particulier dans la vie de l'entreprise, que l'AMF conseille une OPR. Dans ce cas l'AMF étudie, avec l'accord des actionnaires majoritaires, les conséquences des opérations au regard des droits et intérêts des actionnaires minoritaires.

Il s'agit notamment des cas où :

- l'on propose à l'AGE des actionnaires des modifications significatives des dispositions statutaires (forme de société, conditions de cession et de transmission des titres et des droits qui y sont attachés) ;
- la société décide le principe de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal de ses actifs, de la modification de son activité sociale, de la suppression pendant plusieurs exercices de toute rémunération des titres de capital.

SECTION 3. LES AUTRES RAISONS DES OPR

Indépendamment de l'aspect obligatoire de l'OPR, on estime que d'autres types de raisons poussent les sociétés à initier ce genre d'opération, parmi lesquelles on peut citer :

- l'arbitrage entre les dividendes et le rachat d'actions, dans la mesure où les rachats permettent de verser des montants importants aux actionnaires sans engagement pour les années ultérieures ;
- la résolution des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants qui disposent de stock-options et qui ont intérêt à substituer des rachats d'actions aux dividendes qui ont un impact sur la valeur de leurs options ;
- le renforcement du pouvoir des actionnaires en place ;
- l'asymétrie d'information qui entraîne une redistribution de la richesse vers les actionnaires informés qui choisiront le rachat d'actions ;
- le réajustement du ratio d'endettement.

CHAPITRE 4. LA PROTECTION DU CAPITAL, MESURES JURIDIQUES OU FINANCIÈRES

Si les autorités boursières sont favorables à la procédure des offres publiques, elles acceptent certaines ripostes dont l'objet est de se prémunir contre de telles offensives. Différents types de mesures juridiques ou financières peuvent être mis en place avant ou pendant l'opération. Elles n'ont pas toujours pour effet de réaménager le capital mais ont une influence sur la répartition du pouvoir.

SECTION 1. LA CONTRE-OPA AMICALE

Elle est effectuée par un partenaire, avec l'accord de la société visée.

SECTION 2. LES PACTES

Les pactes conclus avec des actionnaires ou des amis sûrs, bien que contrôlés par la loi sont un moyen de déboucher sur des prises de participation amies susceptibles d'être, elles-mêmes, regroupées dans un fonds anti-offre publique.

Parmi les clauses les plus classiques, on trouve :

- le droit de préemption, par lequel un actionnaire qui reçoit une offre d'achat de la part d'un tiers doit proposer les titres visés en priorité aux membres du pacte ;
- le pacte de non-agression dans lequel les actionnaires s'engagent à ne pas acquérir de nouveaux titres de la société ;
- la convention d'apport à une offre publique, où les actionnaires s'engagent à apporter leurs titres à l'initiateur d'une offre publique d'achat, quelles que soient les surenchères ultérieures.

SECTION 3. LA DIFFÉRENCIATION DES POUVOIRS ENTRE ACTIONNAIRES

La différenciation des pouvoirs entre actionnaires se caractérise par le fait que les plus fidèles d'entre eux disposent de droits de vote multiples. L'institution d'un droit de vote double (multiple) est généralement subordonnée à la détention des actions pendant une certaine durée. Le droit de vote double ne peut être accordé qu'aux actions inscrites au nom d'un même titulaire depuis 2 ans au moins (les statuts ne peuvent imposer un délai supérieur à 4 ans pour les sociétés cotées). Toutefois, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, le droit de vote double peut être accordé, dès leur émission, aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire en raison des actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. Le droit de vote double favorise la concentration du pouvoir entre les mains d'actionnaires coalisés. C'est une technique utile pour tenter de se protéger contre toute tentative de prise de contrôle.

SECTION 4. LA SEGMENTATION DES CONSEILS D'ADMINISTRATION ET LA LIMITATION DU POUVOIR

La segmentation des conseils d'administration en sous-groupes aux renouvellements fractionnés garantit la stabilité d'une majorité. La limitation du pouvoir, par le biais de la clause d'agrément, permet d'écarter les administrateurs indésirables puisque tout candidat au poste d'administrateur devra, au préalable, avoir été agréé par le conseil d'administration. D'autres clauses existent qui ont pour but d'imposer des conditions d'éligibilité particulières comme, par exemple, la nationalité.

SECTION 5. L'AUTOCONTRÔLE

L'autocontrôle consiste à assurer son propre contrôle par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs sociétés dont on détient directement ou indirectement le contrôle.

L'autocontrôle donne également la possibilité de se prémunir contre des offres hostiles dans la mesure où il permet d'acheter une partie de son propre capital, dans la limite de 10 %. Les droits de vote attachés aux actions autocontrôlées sont totalement supprimés. En augmentant l'autocontrôle, elles annulent indirectement des droits de vote et, de ce fait, la proportion des droits des majoritaires actuels augmente, et les risques d'offre publique diminuent.

SECTION 6. LA TRANSFORMATION EN SOCIÉTÉ EN COMMANDITE PAR ACTIONS

Ce type de société permet aux associés de prévoir dans les statuts une quasi-irrévocabilité de la gérance, sauf en cas de révocation judiciaire.

L'efficacité de la transformation d'une société en société en commandite par action connaît trois limites :

- lorsque la transformation est proposée par des actionnaires détenant moins des deux tiers des droits de vote, ces derniers doivent déposer une offre publique de retrait ;
- si le vote des minoritaires est nécessaire (pour détenir plus des deux tiers des droits, par exemple), ils peuvent s'opposer au projet, d'autant plus qu'une transformation en société de ce type devrait déprécier la valeur boursière du titre ;
- enfin, rien n'empêche un assaillant de bloquer indirectement les commandités en prenant le contrôle du capital et, de ce fait, en maîtrisant toutes les décisions de l'assemblée.

SECTION 7. LES AUTRES PARADES

Ces parades peuvent être montées à condition de prévoir dans les statuts de la société :

- soit une clause dite de « fair price », indiquant que le rachat ne peut être effectué qu'avec l'assentiment des actionnaires ;
- soit une clause dite de « poison pills », dispositif anti-offre publique qui a pour but d'éviter la dilution du pouvoir. On instaure une limitation du nombre des droits de vote concentrés entre les mains d'actionnaires.

CHAPITRE 5. APPLICATIONS

Exercice 6

ÉNONCÉ

Les dirigeants des sociétés Osoyoos et Fresno entendent réaliser une fusion entre égaux pour former un ensemble leader dans les sciences de la vie. Ils redoutent toutes modifications des valorisations de chaque entité.

Dans un premier temps, la société Fresno distribuera à ses actionnaires un dividende exceptionnel pour équilibrer la parité, et ce préalablement à tout échange de titres.

La société Osoyoos lancera une offre publique d'échange sur les titres de la société Fresno et le nouvel ensemble sera baptisé Tofino. Les actionnaires de la société Osoyoos réunis en assemblée générale extraordinaire devront approuver l'augmentation du capital nécessaire pour procéder à l'offre publique d'échange. Quatre actions Osoyoos seront créées pour trois actions Fresno apportées, cette parité doit représenter une prime d'échange de 20 % pour les actionnaires de la cible. Le cours en Bourse de l'action Osoyoos s'établit à 300 €, celui de l'action Fresno à 350 €.

Dans un deuxième temps une opération de fusion sera menée, il est admis que le rapport d'échange proposé sera moins avantageux pour les actionnaires de la société Fresno.

	Société Osoyoos	Société Fresno
Nombre d'actions dans le capital	10 000 000 actions	7 500 000 actions
Valeur nominale des actions	100 €	100 €
Capitaux propres	5 230 000 000 €	1 500 000 000 €
Endettement net	245 000 000 €	415 222 000 €
Bénéfice net	252 344 000 €	224 516 000 €
Résultat opérationnel net d'impôt	354 725 000 €	745 222 000 €

Les synergies permettent d'envisager des résultats opérationnels et nets du nouveau groupe représentant 120 % de la somme des résultats des sociétés Osoyoos et Fresno.

TRAVAIL À FAIRE

1. Déterminez le dividende exceptionnel versé par la société Fresno pour que la prime d'échange soit de 20 %. Vous en déduirez l'effet dilutif sur la valeur du titre Osoyoos et le transfert de richesse.
2. Sachant que 100 % des actions Fresno ont été apportées à l'échange, appréciez les effets de l'opération sur le capital, les bénéfices par action, les actifs nets comptables par action, la rentabilité des fonds propres (résultat net / capitaux propres), les taux d'endettement.
3. Déterminez la parité maximum pour qu'il n'y ait pas d'effet dilutif sur le BPA des actionnaires Osoyoos, puis la parité minimum pour qu'il n'y ait pas d'effet dilutif sur le BPA des actionnaires Fresno.

CORRIGÉ**1. Calcul du dividende exceptionnel**

Avec O = Valeur du titre Osoyoos et F = Valeur du titre Fresno.

Pour que la prime d'échange soit de 20 % à l'instant de l'échange il faut :

$$(4 \times O)/(3 \times F) = 1,2$$

Avec $O = 350$ €, nous obtenons $F = 333,33$ €.

Pour faire chuter le cours du titre Fresno, nous suggérons ici la distribution d'un dividende exceptionnel au profit des actionnaires Fresno préalablement au lancement de l'offre.

Le dividende serait donc d'environ 16,66 €, à savoir $350 - 333,33$, soit pour 7 500 000 titres un montant de 125 000 000 €.

L'effet dilutif sur le titre Osoyoos peut être calculé de la façon suivante :

10 000 000	300	3 000 000 000
10 000 000		⁽¹⁾ 2 375 000 000
20 000 000	268,75	5 375 000 000

(1) C'est-à-dire $2\,500\,000\,000 - 125\,000\,000 = 2\,375\,000\,000$.

D'où un transfert de richesse :

- Appauvrissement des actionnaires Osoyoos :
 $10\,000\,000 \times (268,75 \text{ €} - 300 \text{ €}) = - 312\,500\,000 \text{ €}$
- Enrichissement des actionnaires Fresno :
 $(10\,000\,000 \times 268,75) - 2\,375\,000\,000 \text{ €} = 312\,500\,000 \text{ €}$

Cependant ce raisonnement n'intègre pas l'effet dilutif lié à la prime d'échange sur l'action Osoyoos.

Avec d = dividende et S la valeur du titre Osoyoos issue de l'effet dilutif, nous pouvons poser un système plus favorable aux actionnaires de la société Fresno :

$$(3 \times d) + (4 \times O)/3 \times 350 = 1,2$$

$$[3\,000\,000\,000 + 7\,500\,000(350 - d)]/20\,000\,000 = O$$

Nous obtenons ainsi $d = 90$ € et $O = 247,50$ €.

et un transfert de richesse plus important : $10\,000\,000 \times (247,5 - 300) = - 525\,000\,000 \text{ €}$.

2. Les ratios

	Osoyoos	Fresno	Tofino
BPA	25,23 €	29,94 €	28,61 €
ANC/action	523 €	200 €	386,51 €
Rentabilité financière	4,82 %	14,97 %	7,4 %
Taux d'endettement	4,68 %	27,68 %	8,54 %

$$\text{BPA} = 1,2 \times (252\,344\,000 + 224\,516\,000)/20\,000\,000 = 28,61 \text{ €}$$

$$\text{Rentabilité financière} = 1,2 \times (252\,344\,000 + 224\,516\,000)/7\,730\,000\,000 = 7,4 \%$$

3. Parité d'échange optimum

L'effet relatif sur le BPA Osoyoos peut être calculé de la façon suivante :
 $28,61/25,23 = 1,13$ donc 13 % d'effet relatif.

L'effet relatif sur le BPA Fresno peut être calculé de la façon suivante :
 $(4 \times 28,61)/(29,94 \times 3) = 1,2741$ donc 27,41 % d'effet relatif.

$$572\,232\,000/[10\,000\,000 + (7\,500\,000 \times P)] = 25,23$$

d'où $P = 1,69$ c'est-à-dire la parité maximum du point de vue des actionnaires de la société initiatrice de l'offre.

$$572\,232\,000/[10\,000\,000 + (7\,500\,000 \times p)] = 29,94/p$$

d'où $p = 0,86$ c'est-à-dire la parité minimum du point de vue des actionnaires de la société cible.

La parité étant $4/3$, c'est-à-dire 1,33, nous nous situons bien entre le minimum et le maximum et les deux groupes d'actionnaires sont en effet relatif.

Pour que les deux groupes d'actionnaires bénéficient du même effet relatif nous posons :
 avec BPA le BPA du nouveau groupe et PA la parité optimum.

$$BPA/25,23 = BPA/(29,94/PA)$$

et

$$572\,232\,000/[10\,000\,000 + (7\,500\,000 \times PA)] = BPA$$

Nous obtenons $PA = 1,19$ et $BPA = 30,29$ €.

Exercice 7**ÉNONCÉ**

Depuis plusieurs années, la CIP subit la pression du marché pour réduire sa participation dans la société Capern. Le capital de la société Capern est composé de 4 000 000 de titres, 3 000 000 appartenant à la CIP. La CIP, dont le capital est composé de 5 000 000 de titres, est elle-même une filiale à 40 % de Mojave. Le capital de la société Mojave est composé de 15 000 000 de titres, 5 000 000 appartenant à M. Vales.

À court terme la CIP et Mojave doivent se confondre par l'effet d'une offre d'échange sur le titre CIP suivie d'une fusion absorption renonciation.

L'assemblée générale de la CIP a voté l'octroi gratuit à ses actionnaires de bons d'acquisition d'actions Capern. Chaque actionnaire recevra un bon par action CIP détenue, deux bons permettant d'acquérir une action Capern au prix de 143 €. Cette remise de bons est assimilée à une distribution de dividende.

L'action Capern se caractérise actuellement par un cours de 130 €, l'action CIP par un cours de 95 €, l'action Mojave par un cours de 122 €.

La levée de fonds issue de l'exercice des bons permettra à la CIP de substituer de la trésorerie à des titres Capern.

Quelques mois plus tard l'action Capern cote environ 250 € et les bons sont exercés.

TRAVAIL À FAIRE

1. Calculez le transfert de richesse de la CIP vers ses actionnaires compte tenu du cours en Bourse de l'action Capern évalué à 250 euros.
2. Calculez la parité d'échange (actions Mojave contre actions CIP) suite à l'exercice des BAA.
3. Calculez la quote-part des anciens actionnaires CIP dans Mojave et comparez avec leur quote-part sans création des BAA.
4. Calculez la quote-part de M. Vales.

CORRIGÉ**1. Transfert de richesse**

Transfert de richesse $2\,500\,000 (250 - 143) = 267\,500\,000$ € se répercutant sur la valorisation des titres CIP.

Les anciens actionnaires CIP autres que Mojave s'enrichissent de :
 $1\,500\,000 (250 - 143) = 160\,500\,000$

2. Parité d'échange

Initialement :

- M. Vales détient le tiers du capital de Mojave, société composée de 15 000 000 d'actions cotant 122 €, soit 1 830 000 000 € de capitalisation boursière.
- Mojave détient 40 % du capital de CIP, société au capital de 5 000 000 d'actions cotant 95 €, soit 475 000 000 € de capitalisation boursière.
- CIP détient 75 % du capital de Capern, société au capital de 4 000 000 d'actions cotant 130 €, soit 520 000 000 € de capitalisation boursière.

Suite à l'exercice des BAA :

- M. Vales détient toujours le tiers du capital de Mojave, société composée de 15 000 000 d'actions cotant **131,60 €**, soit 1 974 000 000 € de capitalisation boursière.
- Mojave détient 40 % du capital de CIP, société au capital de 5 000 000 d'actions cotant **113,50 €**, soit 567 500 000 € de capitalisation boursière.
- Mojave détient 25 % du capital de Capern, société au capital de 4 000 000 d'actions cotant 250 €, soit 1 000 000 000 €.
- CIP détient 12,5 % du capital de Capern.
- Les actionnaires minoritaires de CIP détiennent toujours 60 % de CIP ; ils détiennent maintenant 37,5 % du capital de Capern.

$$475\,000\,000 + 500\,000 (250 - 130) + 357\,500\,000 - (2\,500\,000 \times 130) = 567\,500\,000 \text{ €}$$

$$\text{Soit pour un titre CIP : } 567\,500\,000 \text{ €} / 5\,000\,000 = \mathbf{113,50 \text{ €}}$$

$$1\,830\,000\,000 + 1\,000\,000 (250 \text{ €} - 143 \text{ €}) + 2\,000\,000 (113,50 \text{ €} - 95 \text{ €}) = 1\,974\,000\,000 \text{ €}$$

$$\text{soit pour un titre Mojave : } 1\,974\,000\,000 / 15\,000\,000 = 131,60 \text{ €}$$

$$\text{Parité d'échange } \frac{131,6}{113,5} = 1,159\,471$$

$$\frac{3\,000\,000}{1,159\,471} = 2\,587\,387 \text{ titres créés}$$

3. Comparaisons

Fraction détenue par les anciens actionnaires CIP autres que Mojave :

$$\frac{2\,587\,386}{17\,587\,386} = 14,7116 \%$$

Sans les BAA :

$$\begin{aligned} \bullet \text{ Valorisation de CIP} &= 475\,000\,000 + 3\,000\,000 (250 \text{ €} - 130 \text{ €}) = 835\,000\,000 \\ \text{soit pour un titre : } &835\,000\,000 / 5\,000\,000 = 167 \text{ €} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \bullet \text{ Valorisation de Mojave} &= 1\,830\,000\,000 + 2\,000\,000 (167 \text{ €} - 95 \text{ €}) = 1\,974\,000\,000 \text{ €} \\ &1\,974\,000\,000 / 15\,000\,000 = 131,60 \text{ €} \end{aligned}$$

$$\text{Parité d'échange sans les BAA} = \frac{131,6}{167} = 0,788\,024$$

$$\frac{3\,000\,000}{0,788\,024} = 3\,806\,991 \text{ titres créés}$$

Fraction détenue par les anciens actionnaires CIP autres que Mojave sans les BAA :

$$\frac{3\,806\,991}{18\,806\,991} = 20,2424 \%$$

4. Quote-part de l'actionnaire de référence

M. Vales détient 28,43 % du capital de Mojave, société composée de 17 587 386 d'actions cotant 131,60 €, soit 2 314 500 000 € de capitalisation boursière.

Mojave détient 37,5 % du capital de Capern, société composée de 4 000 000 d'actions cotant 250 €, soit 1 000 000 000 € de capitalisation boursière.

Les anciens actionnaires minoritaires de CIP détiennent 37,5 % du capital de Capern.

Les anciens actionnaires CIP détiennent 14,7116 % de Mojave valorisée 2 314 500 000 [1 974 000 000 + (60 % × 567 500 000)], sans les BAA, ils auraient détenu 20,24 % de Mojave valorisée 2 475 000 000 [1 974 000 000 + (60 % × 835 000 000)].

Évaluation de l'appauvrissement :

$$20,2424 \% \times 2\,475\,000\,000 = 501\,000\,000$$

$$14,7116 \% \times 2\,314\,500\,000 = 340\,500\,000$$

$$\text{Écart} \quad \quad \quad \underline{160\,500\,000}$$

À comparer au gain sur les titres Capern :

$$1\,500\,000 (250 - 143) = 160\,500\,000 \text{ €}$$

Pour M. Vales la situation est la suivante : il détient toujours 5 000 000 de titres, ceux-ci représentent 28,43 % de Mojave, sans les BAA, il détiendrait 26,59 % du capital de Mojave.

Posons :

$$28,43 \% \times 2\,314\,500\,000 = 658\,012\,350.$$

$$26,59 \% \times 2\,475\,000\,000 = 658\,012\,350.$$

M. Vales, en sa qualité d'ancien actionnaire Mojave, dispose d'un pouvoir de contrôle élargi du fait de l'exercice des BAA pour une valorisation de ses titres identiques.

Les anciens actionnaires CIP autres que Mojave se sont enrichis de 160 500 000 € dans le cadre de leurs titres Capern et s'appauvrissent d'une somme égale dans le cadre de leurs titres Mojave.

En somme, cette opération revient à donner d'une main ce qui est repris de l'autre.

TITRE 5. LE LEVERAGE BUY-OUT (LBO)

Le LBO est un montage de reprise de société, la cible, par l'intermédiaire d'une holding, société constituée à cet effet et dont la vocation est de détenir les titres de la société cible. Le holding a pour seuls revenus les dividendes que lui verse la cible avec en contrepartie le remboursement de l'emprunt contracté pour acheter les titres de la cible.

Deux grands motifs sont à l'origine des LBO : la transmission d'entreprises familiales et la restructuration ou le développement des groupes. Parmi les autres motifs de LBO, on peut citer la reprise d'entreprise en difficulté à fort potentiel de croissance, la protection contre toute tentative de prise de contrôle, ou la reprise de firmes cotées en Bourse.

Montrons à présent quel est l'intérêt d'une structure avec une société holding.

CHAPITRE 1. LES CARACTÉRISTIQUES DE L'OPÉRATION

Premièrement, on peut bénéficier d'un effet de **levier juridique** qui permet de contrôler la société cible en ayant un minimum de capitaux à investir.

Ensuite, l'endettement de la société holding permet d'obtenir un **levier financier**. Il joue favorablement si le taux d'intérêt de l'emprunt est inférieur à la rentabilité économique obtenue grâce aux dividendes versés par la cible.

Enfin, grâce à la mise en place d'une société holding, le nouveau groupe peut éventuellement bénéficier du régime d'intégration fiscale et donc d'un **levier fiscal**.

Le plus souvent, la société holding n'ayant pas d'activité propre, la charge d'intérêt de l'emprunt contracté déclenche une perte fiscale (les dividendes versés par la filiale sont exonérés). L'intégration fiscale permet alors de calculer un résultat fiscal pour l'ensemble du groupe et d'imputer les pertes de la holding sur les bénéfices de sa filiale.

CHAPITRE 2. MONTAGE UTILISÉ POUR UN LBO

Les personnes physiques disposent en général de ressources limitées pour acheter ou prendre le contrôle de sociétés. Le montage utilisé pour un LBO permet d'acheter la société cible aujourd'hui, avec les ressources que celle-ci dégagera demain. Autrement dit, les repreneurs vont endetter une société holding qui remboursera sa dette grâce aux « remontées » de dividendes de la société cible. Un triple avantage en découle : la diminution de l'apport personnel des repreneurs, la déductibilité des frais financiers et la possibilité d'utiliser un financement mezzanine.

La diminution de l'apport personnel des repreneurs leur donne la possibilité de s'endetter à titre personnel, pour éventuellement créer ou consolider la mise de fonds initiale.

Pour financer une opération de LBO, on distingue généralement trois catégories d'outils :

- les fonds propres apportés par les actionnaires ; le montage LBO permet de réduire au maximum l'apport personnel des repreneurs. Ce type de montage autorise une imbrication de plusieurs sociétés holdings les unes par rapport aux autres ;
- les dettes négociées auprès des banques ;
- les quasi-fonds propres proposés par des établissements financiers spécialisés.

Une partie du financement apporté à la holding de reprise le sera sous forme de capital. Ce dernier confère aux acquéreurs la propriété de la holding et donc indirectement de la cible. Son montant dépend de la capacité d'endettement de la holding et des exigences des prêteurs « seniors » quant au degré d'implication des actionnaires et à la marge de sécurité qu'ils souhaitent avoir pour leur dette.

L'absence de garantie fait courir un risque maximal à l'actionnaire car c'est le dernier à être remboursé en cas de faillite. La rémunération se fait sous forme de gains en capital (plus-value).

Le financement par dette senior reste le plus classique, l'appellation « dette senior » est donnée par opposition à la dette mezzanine à qui la subordination confère un caractère « junior ». Cette dette, qui peut représenter de 40 à 60 % du prix d'acquisition de la cible, est remboursée en priorité. Qualifiée de créance de premier rang, elle est le plus souvent associée à une sûreté sur les titres de la société cible. La durée de cette dette varie entre 5 et 7 ans. Son coût est plus faible que celui de la dette junior car il est, par nature, moins risqué. Inversement, le remboursement de la dette mezzanine étant subordonné à celui de la dette senior, son risque est plus élevé et son coût aussi.

Lorsque les montants sont très élevés, la dette senior est souscrite par plusieurs banques (syndication bancaire).

Certains ont créé des fonds spécialisés dans le financement des dettes seniors de LBO. Cette dette, composée de plusieurs tranches de la moins risquée à la plus risquée, permet à l'arrangeur de diversifier son risque sans pour autant augmenter la syndication.

Chaque tranche a un taux d'intérêt spécifique qui dépend de ses caractéristiques. Pour les opérations importantes la dette senior est découpée en tranches A, B, C ou D, variant selon la durée de l'emprunt et dont certaines ne sont remboursables qu'in fine. Pour répondre à la demande de ces investisseurs de nature différente, les banques mettent en place de nouvelles tranches de dettes seniors. Ainsi, à côté des tranches de 7 et 8 ans, elles incluent de plus en plus fréquemment une tranche de 9 ans remboursable in fine. De cette façon, les investisseurs peuvent limiter la charge de remboursement supportée par l'entreprise pendant les premières années de l'opération.

Les LBO ont été les opérations les plus consommatrices de mezzanine. Très utilisée dans les montages, la dette mezzanine se caractérise par un couple rendement/risque intermédiaire entre celui des fonds propres et celui des emprunts bancaires.

Ces financements également appelés subordonnés sont des capitaux d'emprunt, que l'on doit intercaler entre les capitaux propres et les dettes, dans la mesure où leur risque est intermédiaire entre les deux.

Ils sont appelés « juniors », émis sans garantie et sont généralement subordonnés, pour leur remboursement, à un emprunt bancaire classique dit « senior ». En raison de cette subordination, leur durée est de 7 à 15 ans et ils ne sont remboursés qu'une fois la dette senior arrivée à terme.

Subordonné au remboursement de la dette senior, ce type de financement en sort plus risqué pour le prêteur. Cependant, ce supplément de risque va être compensé par une rémunération accrue (on considère en général que la rémunération se situe entre celle de la dette classique et le taux de rentabilité exigé par les actionnaires dans le cadre des opérations à fort effet de levier, soit 20 à 25 %) et un éventuel droit de regard sur la gestion. Ce financement conforte par ailleurs les dettes seniors qui deviennent de ce fait moins risquées.

La dette mezzanine permet de reporter le remboursement de la dette à une période ultérieure. L'effet de levier financier joue et accroît la rentabilité des capitaux propres.

Ainsi, ces financements améliorent la rentabilité de l'entreprise, permettent de reporter le remboursement de la dette à une période ultérieure et d'améliorer la rentabilité des capitaux propres par l'intermédiaire de l'effet de levier ; les supports matérialisant les financements mezzanines sont soit des crédits (comptes courants d'associés bloqués, concours bancaires éventuellement assortis des bons de souscription), soit des titres (obligations convertibles, obligations à des bons de souscription).

La dette mezzanine prend souvent la forme d'un crédit bancaire (assorti ou non de bons autonomes de souscription), d'obligations ordinaires, convertibles ou remboursables en actions, très souvent composées avec des bons de souscription.

Ces financements, de par le risque qu'ils font courir, ne sont pas utilisables dans toutes les entreprises. Les critères requis par les firmes candidates au financement mezzanine sont identiques à ceux développés dans les montages à effet de levier : un secteur d'activité à grande visibilité, une position forte de l'entreprise sur son marché d'origine, un horizon satisfaisant concernant les flux de liquidité prévisionnels, une structure de financement saine, une forte rentabilité.

À ces formes traditionnelles de financement, s'ajoutent d'autres instruments utilisés dans les montages de LBO :

- La dette obligataire ou subordonnée :
Elle est utilisée pour financer les LBO les plus importants et offrir une liquidité suffisante aux investisseurs. Elle est remboursable in fine après une durée de 8 à 10 ans. Le remboursement n'est assuré que si la dette senior a été elle-même remboursée.
- Le crédit-relais :
Lorsqu'il est prévu qu'une partie de la transaction soit financée par un moyen qui ne peut être mis en œuvre avant le closing (par exemple, une remontée de trésorerie de la cible ou une cession d'actifs), il est fréquent que les investisseurs demandent au banquier « senior » de mettre en place un prêt qualifié de « relais », dans l'attente de sa substitution par cet autre moyen de financement. Sa durée est donc courte, rarement plus de 6 mois. Les conditions générales sont proches des dettes seniors, mais les marges sont inférieures.
- Le crédit-vendeur :
Le crédit-vendeur a comme principal intérêt pour l'acquéreur d'impliquer le vendeur. En effet, en cas d'échec de l'opération, celui-ci, comme tout créancier de la holding, a peu de chances de récupérer le montant de son prêt. Tout refus non réellement motivé d'un crédit-vendeur de la part du cédant est donc suspect pour l'acquéreur. Sa durée varie entre 3 et 4 ans, et il est remboursable en une ou plusieurs fois. Il est subordonné aux dettes bancaires et à la dette mezzanine. Sa rémunération est très variable. En général, il n'existe pas de garantie spécifique.
- La cession d'actifs :
Il s'agit de la cession par la cible d'un ou de plusieurs actifs non stratégiques (immobilier dont elle n'a plus l'usage, filiales minoritaires).

CHAPITRE 3. MISE EN ÉVIDENCE DE LA MÉCANIQUE D'UN LBO

SECTION 1. PRINCIPE ET FONCTIONNEMENT ILLUSTRÉ D'UN LBO

I. LBO XYZ

EXEMPLE APPLICATIF 4

Prenons l'exemple d'une société que nous rachetons, la société ABC via une holding XYZ à fin N. Nous avons réalisé les projections de résultat sur les 5 prochaines années comme suit :

- CA en croissance de 10 % par an en moyenne ;
- une rentabilité d'exploitation (EBIT/CA) maintenue entre 10 et 11 % (ce qui correspond aux performances historiques).

	RAPPEL	PROJECTIONS				
	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
CA	10 000,0	11 000,0	12 100,0	13 310,0	14 641,0	16 105,1
DADP	250,0	295,7	345,7	395,7	445,7	495,7
EBIT	1 000,0	1 189,3	1 287,8	1 401,1	1 530,8	1 678,5

Imaginons que nous achetons cette société à un multiple d'EBIT de 6 fois, soit 6 M € pour 100 % du capital.

Sans effet de levier, nous finançons 6 M € de fonds propres. Imaginons que lors de la sortie (revente de l'entreprise) dans 5 ans, nous obtenions le même multiple de valorisation, soit $6 \times 1\,678,5 = 10\,071$ k€, soit environ 10 M €.

Sans effet de levier, nous avons donc réalisé une plus-value de $10 - 6 = 4$ M €, soit un TRI pouvant se calculer de la manière suivante² : $-6 + 10 \times (1 + \text{TRI})^{-5} = 0$ soit TRI = 10,8 %.

Nous plaçons donc les fonds à un taux moyen de 10,8 % par an sur 5 ans.

Supposons que nous finançons à présent l'opération avec 50 % d'emprunt (dette senior) à 7 % de taux d'intérêt sur 7 ans, la grille de remboursement de l'emprunt devient :

Plan remboursement dette senior	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Amortissement	346,7 ⁽¹⁾	370,9	396,9	424,7	454,4
Intérêts	210,0	185,7	159,8	132,0	102,3
Principal restant dû	2 653,3	2 282,4	1 885,5	1 460,9	1 006,5

(1) $\text{Annuité} = \frac{6\,000 \times 0,5 \times 0,07}{1 - 1,07^{-7}} = 556,66 \rightarrow \text{Premier amortissement} = 556,66 - 210.$

Lors de la sortie en N+5, il nous resterait donc 1,006 k€ d'emprunt à rembourser, nous vendrions donc à $10\,071 - 1,006 = 9\,065$ k€, soit environ 9,1 M€. Rappelons qu'alors nous n'aurions investi en fonds propres que la moitié du financement, soit 3 M€. Le TRI devient alors : $-3 + 9,1 \times (1 + \text{TRI})^{-5} = 0$ soit TRI = 24,8 %.

Nous avons donc démultiplié le rendement grâce à l'effet de levier, nous plaçons à présent les fonds à près de 25 % par an, soit près de 2,5 fois le taux de placement sans effet de levier.

2. En supposant que les actionnaires n'aient touché aucun dividende pendant 5 ans.

II. COMMENTAIRES

On constate donc un double effet dans l'exemple que nous venons de prendre :

- un effet de levier économique, du fait de l'augmentation du CA et mécaniquement de l'EBE, donc du prix de sortie par rapport au prix d'entrée ;
- un effet de levier financier du fait du financement par emprunt d'une partie du montage.

Ce double levier permet de démultiplier les gains potentiels sur les rachats par LBO. On comprend alors vite l'intérêt :

- d'améliorer le chiffre d'affaires et la capacité bénéficiaire pendant la durée de l'investissement ;
- de maximiser la rentabilité du montage en le finançant par le biais de l'endettement.

III. QUELLES SONT ALORS LES LIMITES D'UNE OPÉRATION À EFFET DE LEVIER ?

Autant il est intéressant d'optimiser les fonds propres investis, autant il convient de maximiser également les chances de survie de l'entreprise. Dans un LBO, on l'a bien compris, la dette senior émise pour financer le rachat est remboursée par la cible elle-même, grâce à sa capacité bénéficiaire. Deux signes annonciateurs d'échec peuvent alors survenir :

1. La cible ne dégage pas assez de cash flows pour rembourser l'emprunt d'acquisition. Ceci est souvent lié à des prévisions (business plan) trop optimistes, notamment lorsque l'affaire rachetée connaît des performances passées honorables. Il est souvent facile, pour justifier un prix payé élevé, de surestimer le taux de croissance du CA et la rentabilité d'exploitation. Dans ces conditions, la capacité de remboursement a été surestimée, et la cible se retrouve asphyxiée par des remboursements trop élevés.

2. Phénomène souvent concomitant au précédent, la cible a été acquise sur une base de valorisation « irréaliste », c'est-à-dire qu'elle a été surpayée. Dans ces conditions, la tentation est grande de financer le différentiel avec de la dette.

On comprend alors que le mécanisme se grippe rapidement. Continuons avec notre exemple et supposons maintenant que nous finançons notre opération de 6 M€ (qui, rappelons-le, est un prix raisonnable) avec 95 % de dettes (soit 5,7 M€ de dettes et seulement 0,3 M€ de fonds propres). Les résultats consolidés³, en tenant compte des charges financières provoquées par l'endettement, seraient les suivants :

Données en k€	PROJECTIONS				
	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
CA HT	11 000,0	12 100,0	13 310,0	14 641,0	16 105,10
DADP	295,7	345,7	395,7	445,7	495,70
REX	1 189,3	1 287,8	1 401,1	1 530,8	1 678,50
Intérêts dettes senior	399,0	352,9	303,6	250,8	194,29
Résultat imposable	790,3	934,9	1 097,6	1 280,0	1 484,21
RN	526,9	623,3	731,7	853,4	989,47

3. On supposera pour cet exemple que l'endettement d'exploitation de la cible au moment du rachat est nul et que la holding de rachat et la fille sont intégrées fiscalement.

Simulons à présent le plan de financement consolidé, en supposant que la trésorerie nette de la cible est de 49,9 k€ au moment du rachat :

Données en k€	PROJECTIONS				
	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
CAF	822,6	969,0	1 127,4	1 299,1	1 485,2
= Cash d'exploitation (I)	822,6	969,0	1 127,4	1 299,1	1 485,2
– Investissements lourds bruts	– 350,0	– 350,0	– 350,0	– 350,0	– 350,0
– Rachat ABC	– 6 000,0				
= Cash opération investissement (II)	– 6 350,0	– 350,0	– 350,0	– 350,0	– 350,0
+ Émission dette senior acquisition ABC	5 700,0				
– Remboursement dette senior	– 658,7	– 704,8	– 754,1	– 806,9	– 863,4
+ Apports fonds propres XYZ (rachat ABC)	300,0				
= Cash opérations financement (III)	5 341,3	– 704,8	– 754,1	– 806,9	– 863,4
Cash-flow (IV = I + II + III)	– 186,1	– 85,8	23,3	142,2	271,8
+ Trésorerie début exercice	49,9	– 136,2	– 22,0	– 198,6	– 56,4
= Trésorerie clôture	– 136,2	– 222,0	– 198,6	– 56,4	215,4

Le TRI de l'opération serait donc explosif, même s'il nous restait à rembourser 1,9 M€ de dette senior résiduelle en N+5, nous céderions en sortie la société pour un prix net de $6 \times \text{EBIT} - \text{Endettement net}^4 = 8,158 \text{ k€}$, soit environ 8,2 M€, soit un TRI de 93,8 %.

Nous placerions les fonds investis à un taux de 93,8 % par an ! Mais à quel prix, et à quel risque ? Si nous regardons les ratios d'endettement consolidé :

Quelques ratios d'analyse du montage	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Endettement consolidé	5 041,3	4 336,6	3 582,5	2 775,6	1 912,3
Fonds propres consolidés	826,9	1 450,1	2 181,8	3 035,2	4 024,7
Gearing consolidé	609,7 %	299,1 %	164,2 %	91,4 %	47,5 %
Ratio consolidé Dettes/CAF	6,1	4,5	3,2	2,1	1,3

On constate donc plusieurs zones de risques :

- le plan de financement montre un manque de trésorerie dès l'année N+1 et jusqu'en N+4. Ceci est lié au poids des remboursements de la dette senior sur la trésorerie ;
- de ce fait, le risque financier est élevé : gearing de plus de 600 %, ratio dettes/CAF supérieur à 6 ans...

On voit donc les limites d'un schéma LBO : optimiser la rentabilité des fonds propres investis, certes, mais assurer également la probabilité qu'elle se réalise. Car dans un montage tendu, rien ne sert d'escompter un TRI de près de 100 % par an si les probabilités de réussite sont nulles !

IV. OPTIMISATION D'UN LBO

Afin d'optimiser un LBO pour toutes les parties (management, actionnaires, banques...), on regardera donc les indicateurs principaux suivants :

- le TRI des fonds investis, qui bien sûr doit être satisfaisant pour l'actionnaire. Les capitaux investisseurs doivent rentabiliser les fonds investis (provenant des fonds de pension) afin de réaliser leur marge sur ces opérations. Souvent, selon le risque de leur portefeuille, la rentabilité exigée se situe autour de 20 à 25 % sur les opérations de private equity ;
- le risque financier, le gearing et la capacité de remboursement de la cible : bien entendu dans le montage simulé ci-avant à 95 % de dettes, peu de banquiers (voire aucun) auraient cautionné un tel montage, rendant l'opération impossible à réaliser, du moins sous ce schéma ;
- la trésorerie générée par la cible : la cible doit pouvoir, sous 4 à 5 ans, dégager un niveau de trésorerie suffisant, sans nécessiter un refinancement prématuré (ce qui reviendrait à dire que le financement ne pourrait pas être « bouclé » au moment du rachat...) ;
- la profitabilité globale ne doit pas trop se dégrader par rapport à l'historique, du fait du poids des charges financières qui seraient provoquées par un montage trop « lourd » en dettes.

4. Nous négligerons ici les 5,8 k€ de trésorerie qui ne changent pas l'endettement net.

SECTION 2. L'UTILISATION DE LA DETTE MEZZANINE

Comme évoqué ci-avant, la dette mezzanine est une dette dont le principal est remboursable in fine. Cet outil a donc pour objectif principal d'alléger les remboursements dans les phases de démarrage du LBO, phases réputées plus sensibles et délicates (changement de management, nouvelles orientations stratégiques...).

Ainsi, imaginons avec notre LBO pour ABC le montage suivant :

- 35 % de fonds propres ;
- 50 % de dettes seniors à 7 % sur 7 ans ;
- 15 % de mezzanine à 9 % remboursables à 5 ans (au moment de la sortie).

Le plan de remboursement de la dette senior est identique à la situation initiale ou nous avons 50 % de dette senior et 50 % de fonds propres. La dette résiduelle au moment de la sortie est donc de 1 006,5 k€.

En ce qui concerne la mezzanine, nous versons $9\% \times 900 \text{ k€} = 81 \text{ k€/an}$ d'intérêts et nous remboursons 900 k€ en année 5 au moment de la revente.

Le prix net de cession disponible aux actionnaires devient donc $\text{EBIT} \times 6 - 1\,006,5 - 900 = 8\,164,5 \text{ k€}$ soit environ 8,2 M€.

Le TRI des actionnaires devient donc : $-2,1 + 8,2 \times (1 + \text{TRI})^{-5} = 0$ soit $\text{TRI} = 31,3\%$.

Si l'on regarde les ratios d'endettements, ils sont les suivants :

Ratios d'analyse du montage	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Endettement consolidé	3 553,3	3 182,4	2 785,5	2 360,9	1 906,5
Fonds propres consolidés	2 698,9	3 379,6	4 153,1	5 031,7	6 028,5
Gearing consolidé	131,7 %	94,2 %	67,1 %	46,9 %	31,6 %
Ratio consolidé Dettes/CAF	4,0	3,1	2,4	1,8	1,3

La dette mezzanine a donc permis de bénéficier d'un effet de levier supplémentaire tout en gardant un niveau de risque acceptable, puisque la capacité de remboursement n'est pas alourdie en début de montage. Par contre, les prêteurs en mezzanine prennent un risque supérieur, puisque le principal n'est remboursé qu'au bout de 5 ans, le remboursement devenant tributaire du succès de l'opération.

CHAPITRE 4. LA SORTIE DU LBO

On peut recenser deux types de sorties : celles qui sont liées aux motivations de l'investisseur et celles liées à l'échec du montage.

SECTION 1. LES SORTIES LIÉES AUX MOTIVATIONS DE L'INVESTISSEUR

Qu'elles soient totales ou partielles, elles peuvent prendre deux formes : l'introduction en Bourse et la création d'une nouvelle holding.

L'introduction en Bourse semble le mode de sortie le plus approprié. Elle est intéressante pour les investisseurs qui trouvent là une valorisation par le marché de leurs titres. Elle permet aussi à l'entreprise introduite de pouvoir bénéficier de l'accès au marché des capitaux.

La création d'un nouveau holding peut aider certains investisseurs (notamment financiers) à se désengager en utilisant à nouveau l'effet de levier financier. Cette technique semble se développer du fait du manque de liquidité de certains marchés boursiers.

Ces LBO secondaires ont généralement deux caractéristiques. Ils sont réalisés avec un effet de levier juridico-financier beaucoup plus faible afin de ne pas réduire la capacité d'investissement de la cible d'origine. Ils laissent une part plus importante au management dans le capital.

Bien qu'apparemment risqué, ce désengagement peut permettre à l'organisme financier de transformer sa participation au capital en prêt au holding.

SECTION 2. LES SORTIES LIÉES À L'ÉCHEC DU MONTAGE

Il s'agit de sorties dues la plupart du temps à des montages à fort effet de levier financier, alors que la cible ne parvient pas à respecter ses prévisions. Trois cas sont envisageables : la restructuration du LBO, la perte de contrôle et le dépôt de bilan.

La restructuration du LBO n'entraîne pas obligatoirement une sortie de l'actionnaire principal. Elle est liée au réaménagement de la dette (rééchelonnement, différé d'amortissement, nouvelles dettes, consolidation d'une dette à court terme) et quelquefois se traduit soit par la sortie, soit par la consolidation de certains minoritaires.

La perte de contrôle peut être liée au premier cas envisagé et suppose soit l'entrée dans le capital d'un nouvel investisseur, soit la cession des parts de l'actionnaire principal à un autre déjà en place qui souscrira par ailleurs à une augmentation de capital. Cette consolidation des fonds propres permettra en outre une éventuelle restructuration de la dette.

Le dépôt de bilan est la solution la plus radicale. Elle découle du constat de la non-viabilité du montage généralement liée à des problèmes majeurs dans la filiale (cible). En effet, un dysfonctionnement dû uniquement à la société holding verrait les deux premières solutions être préférées.

CHAPITRE 5. LES AUTRES TYPES D'OPÉRATIONS

La dénomination buy out regroupe plusieurs types d'opérations. La principale variable est le degré de participation des salariés de l'entreprise rachetée dans le holding de reprise.

Le Leverage Management Buy Out (LMBO) est une opération par laquelle une entreprise-cible est rachetée par un fonds de buy out en association avec ses cadres et dirigeants.

Le Buy in Management Buy Out (BIMBO) : le BIMBO est le rachat d'une entreprise-cible par des cadres déjà présents dans l'entreprise et de nouveaux dirigeants ; ce montage a comme objectif d'apporter au nouveau manager la contribution de l'ancienne équipe dirigeante et de l'ancien manager. Il offre des avantages certains au nouveau repreneur surtout au niveau de la motivation et de l'expérience.

L'OBO (Owner Buy Out) se réfère au rachat d'une entreprise par une holding détenue conjointement par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers.

CHAPITRE 6. APPLICATION

Exercice 8

ÉNONCÉ

La filiale de la société Yucon, Yucon Brico, est spécialisée dans la fabrication de petit matériel à l'usage des particuliers et sa production est écoulée par l'intermédiaire de grandes surfaces spécialisées. Cette activité n'est plus cohérente avec la stratégie du groupe, plus orienté vers le développement international dans le cadre de son métier de base : la conception et la vente de matériels destinés exclusivement aux professionnels.

Franck Yucon souhaiterait céder cette filiale à son encadrement par le biais d'une RES (Reprise d'entreprise par les salariés) mais il veut que vous vérifiiez préalablement la solidité financière d'un tel montage. La possibilité d'une cession de la filiale à une entreprise extérieure au groupe a également été envisagée. Franck Yucon est plutôt favorable à la première option qui comporte les étapes suivantes :

- création fin N d'une holding de rachat : Yucon Holding société anonyme au capital de 2 millions apportés par les salariés grâce à des emprunts personnels et à des prélèvements sur leur patrimoine personnel ;

- souscription fin N auprès du Crédit Lyonnais d'un emprunt d'un montant de 2 millions d'euros, remboursable sur 5 ans, au taux de 8 % l'an, par annuités constantes, à compter de N+1 ;
- rachat de 100 % des parts de Yucon Brico à la société Yucon pour 3,8 millions d'euros.

TRAVAIL À FAIRE

1. Bâissez le plan de financement de N+1 à N+5 de Yucon Brico.
2. Établissez les comptes de résultats prévisionnels et le plan de financement de la holding de N à N+5.
3. Qu'en concluez-vous ?

Compte d'exploitation de Yucon Brico (en milliers d'euros)

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Chiffre d'affaires	18 320	16 350	16 870	18 120	19 300
Consommation matières	6 690	5 020	5 200	5 590	5 950
Charges externes	410	410	370	370	380
Frais de personnel	2 790	2 820	2 840	2 870	2 900
Impôts et taxes	7 040	6 450	6 610	6 930	7 240
Dotations aux amortissements	390	490	520	460	490
Charges financières	300	300	330	330	320
Résultats avant impôt	700	860	1 000	1 570	2 020
Impôts sur les sociétés	230	290	330	520	670
Résultats nets	470	570	670	1 050	1 350

Le chiffre d'affaires N est estimé à 20 300 milliers d'euros et le résultat net N est évalué à 430 milliers d'euros.

Yucon Brico conserve une activité de sous-traitance pour le compte du groupe Yucon, ainsi que ses productions propres destinées plus spécifiquement au marché grand public.

Le bénéfice fiscal est censé correspondre au résultat avant impôt.

La continuité d'exploitation de Yucon Brico impliquera un certain nombre d'investissements de remplacement dont voici le chiffrage approximatif en milliers d'euros.

N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
700	1 200	600	600	500

On peut constater un gros effort de renouvellement en N+2, financé partiellement par emprunt à hauteur de 300 milliers d'euros sur une durée de 6 ans, taux 10 %, remboursable à compter de N+3 par amortissements constants. Les intérêts de cet emprunt sont déjà inclus dans les comptes prévisionnels.

Le besoin de financement du cycle d'exploitation est estimé à 54 jours de chiffre d'affaires hors taxes, compte tenu des délais de règlements existants qui devraient être maintenus à l'avenir.

L'estimation repose sur une année de 360 jours.

Les remboursements de crédits antérieurs à N+1 s'élèveront à 80 milliers d'euros par an.

Pour l'ensemble de l'étude, on retiendra un taux d'impôt sur les sociétés de 1/3.

La holding va opter pour le régime des sociétés-mères et filiales ainsi que pour le régime d'intégration fiscale. Ce dernier s'appliquera dès N+1. La convention d'intégration fiscale, signée entre Yucon Holding et Yucon Brico, prévoit que les charges d'impôt seront constatées dans la filiale, comme en l'absence d'intégration. La société-mère enregistrera le solde par rapport au résultat d'ensemble (en fait un produit sera constaté, représentant l'économie d'impôt induit par Yucon Holding). Yucon Brico versera à Yucon Holding la somme correspondant à son impôt. Yucon Holding assurera le paiement de l'impôt du groupe.

Les dividendes à percevoir de la société Yucon Brico sont, après étude, estimés ainsi :

N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
350	350	350	550	650

Les charges de fonctionnement de la holding peuvent être estimées à 70 milliers d'euros en N et 30 milliers d'euros par la suite.

L'unité proposée pour conduire l'étude est le millier d'euros.

La situation financière de Yucon Brico est très solide. La situation financière de la société ne devrait pas évoluer de façon importante jusqu'à la cession. La trésorerie est proche de zéro fin N.

Le positionnement commercial et stratégique de l'entreprise sur son marché est excellent.

L'encadrement, issu quasi exclusivement du groupe Yucon, est de grande valeur et connaît parfaitement ses procédures et ses méthodes de travail. C'est en partie pour éviter qu'une telle expertise soit transférée à l'un de ses concurrents directs que Franck Yucon tient à la réussite de cette opération. Il souhaite d'autre part maintenir des liens de partenariat avec Yucon Brico par le biais d'accords de sous-traitance et d'une coopération dans le domaine de la recherche de nouveaux produits. Mais il est clair que les salariés ne peuvent aller au-delà des 2 millions d'apports en fonds propres, étant à la limite de leur capacité d'endettement personnel. Au-delà, ils risquent de ne pouvoir faire face aux remboursements.

CORRIGÉ

1. Plan de financement de Yucon Brico

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Ressources					
Capacité d'autofinancement	860	1 060	1 190	1 510	1 840
Nouveaux emprunts		300			
Diminution BFRE	297	295			
Totaux	1 157	1 655	1 190	1 510	1 840
Emplois					
Distribution de dividendes	350	350	350	550	650
Investissements	700	1 200	600	600	500
Remboursements d'emprunts	80	80	130	130	130
Augmentation du BFRE			78	187	177
Totaux	1 130	1 630	1 158	1 467	1 457
Variation de la trésorerie	27	25	32	43	383
Trésorerie filiale	27	52	84	127	510

La capacité d'autofinancement est obtenue en faisant la sommation des résultats nets et des dotations aux amortissements.

Les remboursements d'emprunts tiennent compte du remboursement des anciens emprunts et du remboursement du nouvel emprunt.

Compte tenu d'un BFRE représentant 54 jours de CA nous obtenons :

	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
BFRE	3 045	2 748	2 453	2 531	2 718	2 895
Variation BFRE		- 297	- 295	78	187	177

2. Plan de financement de la holding

	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Ressources						
Dividendes		350	350	350	550	650
Intérêts des emprunts		- 160	- 133	- 103	- 71	- 37
Charges de fonctionnement	- 70	- 30	- 30	- 30	- 30	- 30
Économies d'impôts		83	58	41	30	19
Capacité d'autofinancement	- 70	243	245	258	479	602
Augmentation du capital	2 000					
Endettement	2 000					
Totaux	3 930	243	245	258	479	602
Emplois						
Achat MLB	3 800					
Désendettement		341	368	398	430	463
Totaux	3 800	341	368	398	430	463
Variation de la trésorerie	130	- 98	- 123	- 140	49	139
Trésorerie holding	130	32	- 91	- 231	- 182	- 43
Trésorerie groupe	130	59	- 39	- 147	- 55	467

Pour le calcul des économies d'impôts associées à l'intégration fiscale, les calculs se présentent de la façon suivante :

	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Base imposable de la holding	- 70	- 260	- 163	- 133	- 101	- 67
Base imposable de la filiale		700	860	1 000	1 570	2 020
Base imposable du groupe	- 70	440	697	867	1 469	1 953
Impôt du groupe		147	232	289	490	651
Impôt de la filiale		230	290	330	520	670
Économie d'impôt de la holding		83	58	41	30	19

Le plan de remboursement de l'emprunt se présente de la façon suivante :

	Intérêts	Amortissements	Annuités
N+1	160	341	501
N+2	133	368	501
N+3	103	398	501
N+4	71	430	501
N+5	37	463	500

3. Qu'en concluez-vous ?

Notre attention doit porter tout particulièrement sur la trésorerie du groupe. En effet la trésorerie sera d'autant plus centralisée que Yucon Brico est une filiale à 100 %.

Nous observons quelques insuffisances en année N+1, N+2, N+3. Les montants sont cependant mineurs et compte tenu de l'intérêt du cédant à la pérennité de l'affaire nous pouvons suggérer un crédit vendeur offrant plus de souplesse en matière de remboursement que le crédit bancaire. De même le remboursement de l'emprunt bancaire peut être négocié sur une période plus longue.

Par ailleurs les nouveaux actionnaires étant salariés de l'entité, une modulation en fonction des performances de leurs rémunérations donnerait de l'aisance au plan.

TITRE 6. LA TITRISATION

CHAPITRE 1. DÉFINITION DE L'OPÉRATION DE TITRISATION

À l'origine, la titrisation est une technique qui consiste à vendre un ensemble de créances à une entité créée pour la circonstance (FCT : fonds commun de titrisation) qui finance cet achat par l'émission de titres représentatifs de ce portefeuille. Les sommes dues aux porteurs de parts sont couvertes par celles provenant du recouvrement des créances. Cette technique connaît un très fort développement du fait d'un assouplissement de la législation. Aujourd'hui, en pratique, la titrisation permet de transformer des actifs et non plus seulement des créances, en titres émis sur le marché.

Les évolutions de la loi ont permis aux FCT d'acquérir :

- des créances auprès de toute entité, des créances dont les modalités de désignation et d'individualisation peuvent être assouplies dans certaines circonstances afin de permettre la cession en bloc d'une multitude de créances issue de l'activité quotidienne des entreprises ;
- des créances futures ou, dans certaines circonstances, sur la base de données estimées pour appréhender des actifs aussi variés que possible et répondant à des procédures de gestion globale.

CHAPITRE 2. OBJECTIFS DE L'OPÉRATION DE TITRISATION

Les impératifs de gestion de bilan sont de plus en plus prégnants pour les établissements de crédit en raison de l'avènement de l'Union monétaire ; ils cherchent, par la titrisation, à augmenter leur rentabilité financière, à développer leurs possibilités de refinancement et à mieux gérer leur risque de taux.

SECTION 1. AUGMENTATION DE LA RENTABILITÉ DES FONDS PROPRES

La titrisation permet aux banques de sortir du schéma classique de la stricte proportionnalité du capital aux actifs, schéma selon lequel le développement de la distribution du crédit est conditionné par un accroissement proportionnel des fonds propres. La sortie de créances induit une réduction des besoins en fonds propres et se traduit par une augmentation du taux de rentabilité financière et un meilleur ratio de solvabilité.

Le rapport entre le résultat net et les capitaux propres s'améliore si ceux-ci sont réduits pour être ajustés à la contraction de l'actif liée à la cession des créances. Le niveau absolu du résultat n'est cependant pas accru par la titrisation : le coût financier de l'opération ainsi que les frais de gestion spécifiques la rendent plus onéreuse qu'un refinancement classique.

En diminuant les créances, la titrisation facilite aussi le respect du ratio Mc Donough (fonds propres/engagements financiers) fixé à 8 %.

SECTION 2. ACCROISSEMENT DES POSSIBILITÉS DE REFINANCEMENT

Le recours à la titrisation est un moyen de diversifier ses sources de financement. Elle apparaît comme une nouvelle source de refinancement de crédits. Les banques arrangeuses commencent à inclure la titrisation dans leur schéma pour le financement de projets à des taux avantageux.

On constate donc un abaissement du coût du crédit comparé à des financements tels que l'émission de titres ou l'emprunt obligataire. Comme l'agence de notation analyse les débiteurs liés aux parts émises, l'établissement cédant s'arrange pour céder les créances les mieux notées afin d'obtenir un coût de refinancement inférieur à ce qu'il aurait pu obtenir sur le marché obligataire qui prend en compte la totalité des risques. Ainsi, il peut trouver dans la titrisation de ses créances un moyen d'accéder au marché à des conditions favorables si la notation du fonds commun de créances est bonne. On estime que le coût d'une opération de titrisation est inférieur à celui d'une dette à moyen terme.

SECTION 3. AMÉLIORATION DE LA GESTION DES RISQUES

Certaines opérations de titrisation reviennent à transférer un risque sur actif qui présente des garanties suffisantes contre rémunération. L'établissement de crédit est ainsi libéré des contraintes de couverture de ses risques par fonds propres.

Les banques, par exemple, améliorent les trois ratios les plus suivis en vue de s'assurer de la solvabilité et de la liquidité de leurs établissements :

- le ratio de fonds propres et de capitaux permanents ;
- le ratio de liquidité ;
- le ratio de risques.

Le ratio de liquidité progresse puisque la titrisation occasionne une rentrée de cash pour la banque et permet en outre la disparition de son bilan d'engagements à terme qui auront été cédés.

Le ratio de solvabilité s'accroît puisque le fait de céder certaines créances permet à la banque de réduire son assiette de risque.

Le ratio de fonds propres, le plus suivi à l'heure actuelle, augmente car la créance cédée n'est plus soumise à un provisionnement quelconque au niveau des fonds propres.

CHAPITRE 3. LES ACTEURS DE LA TITRISATION

Le fonds commun de titrisation est constitué par ses deux fondateurs, appelés cofondateurs, un dépositaire et une société de gestion.

SECTION 1. LA SOCIÉTÉ GESTIONNAIRE DU FCT

C'est une société commerciale qui a pour unique objet la gestion du FCT ; elle doit être agréée par l'AMF et pour cela respecter certains critères comme l'exigence d'un capital minimum. Sa mission est de contrôler le fonctionnement du FCT, de représenter les porteurs de parts et de calculer périodiquement les sommes qui leur sont affectées afin de donner au dépositaire les instructions relatives aux paiements.

Son rayon d'action est défini et organisé par le législateur. Elle suit l'émission et le placement des parts. C'est elle qui dresse le bilan du placement auprès des organismes de gestion collective en valeurs mobilières. Ce rôle d'information est important et s'effectue sous le contrôle de la Banque de France à qui elle doit régulièrement des données statistiques monétaires. Sa rémunération est calculée en fonction du pourcentage de l'encours des créances à un moment donné.

SECTION 2. LA SOCIÉTÉ DÉPOSITAIRE DES FONDS

Elle est dépositaire des créances acquises par le fonds, ainsi que de sa trésorerie. C'est le dépositaire en partenariat avec la société de gestion du fonds qui édite la brochure d'information en cas de placement public.

Le dépositaire peut placer temporairement les liquidités du fonds sur des placements qualifiés sans risque. Malgré le type d'investissement peu risqué, le FCT peut se couvrir contre le risque en souscrivant à des SWAPS de taux, un floor ou un cap.

SECTION 3. L'AGENCE DE NOTATION

Une agence de notation étudie tous les aspects de la transaction :

- la qualité des créances titrisées (les flux engendrés par le portefeuille, les probabilités de connaître des impayés ou des remboursements anticipés) ;

- la solidité du cédant (gestion commerciale des prêts, capacité de recouvrement) ;
- la sécurité juridique du montage (validité des contrats, valeur des garanties) ;
- les risques techniques.

L'agence détermine quelles sont les couvertures nécessaires pour atteindre la notation recherchée par le cédant et l'arrangeur. La notation consiste en l'évaluation d'un risque attaché à un titre de créance. L'analyse qui en est faite sera synthétisée dans une note qui reflète la capacité de l'émetteur à honorer ses engagements. Cela revient à déterminer le niveau de risque final des parts émises par ce fonds et à apprécier si sa structure est à même de respecter ses engagements de paiement en fonction de son calendrier contractuel. Il s'agit donc, au regard du risque de défaut, d'identifier le montant des garanties à lui faire correspondre. L'appel à une agence de notation est une obligation légale.

Dans la mise en place du FCT, le rôle le plus important est joué par l'arrangeur, souvent une banque ou un groupe de banques, qui prépare le dossier de présentation de l'opération à l'AMF avec le dépositaire et la société de gestion, évalue les créances et les flux qu'elles doivent engendrer et négocie avec l'agence de notation.

CHAPITRE 4. LES ACTIFS TITRISABLES

Différents actifs sont titrisables. L'expérience montre qu'il y a quasiment autant d'actifs titrisables que de postes à l'actif du bilan. Deux grandes classifications ont été proposées :

- l'une fondée sur l'origine de l'émetteur de l'actif : il s'agit de distinguer les actifs bancaires des actifs non bancaires ;
- l'autre fondée sur les titres : on distingue alors les titres adossés à un actif ou un pool de prêts et les titres collatéralisés.

SECTION 1. LES TITRES ADOSSÉS

On trouve deux types de titres adossés : les « mortgage backed securities » et les « asset backed securities (ABS) ».

I. LES MORTGAGE BACKED SECURITIES (MBS)

Littéralement, cela signifie titres adossés à des créances hypothécaires. Historiquement, ce sont les MBS qui furent mises les premières en place aux États-Unis à l'instigation des Mortgage Banks, car ces prêts hypothécaires des institutions d'épargne sont relativement standards en termes de taux et de maturité.

On fait aujourd'hui la différence entre le RMBS ou « Residential Mortgage Backed Securities » qui correspond au refinancement d'immobilier des particuliers, et le « Commercial Mortgage Backed Securities » qui est un refinancement d'opérations d'immobilier commercial.

II. LES ASSET BACKED SECURITIES (ABS)

Progressivement, la technique de titrisation a été appliquée à d'autres éléments d'actifs, tels que les crédits automobiles, les encours débiteurs sur cartes de crédit, les crédits aux entreprises, le crédit-bail.

Une catégorie assez récente d'adossement d'actifs a été créée qui concernent le marché du papier commercial.

SECTION 2. LES TITRES COLLATÉRALISÉS

Ces opérations, utilisées par les organismes bancaires, consistent à titriser leur exposition sur leur clientèle entreprise.

Le *Collateralised Debt Obligation* (CDO) signifie *obligation adossée à des dettes* et est le terme générique pour définir deux types de titres, les CLO dont le portefeuille sous-jacent est composé de prêts, et les CBO, composés d'obligations. Dans les deux cas, il s'agit d'opérations de titrisation d'actifs par l'intermédiaire de véhicules ad hoc appelés Special Purpose Vehicle (SPV).

Les CDO se distinguent par un sous-jacent composé d'un nombre limité de débiteurs commerciaux (maximum 500), alors que les ABS classiques sont constitués au maximum de 100 000 débiteurs individuels. Du point de vue du risque, l'analyse sera plus facile dans le premier cas.

CHAPITRE 5. LA PROTECTION DES INVESTISSEURS

Les investisseurs en parts ne doivent pas supporter le risque de défaillance des débiteurs. Quatre types de couverture sont envisageables, le surdimensionnement, l'émission de parts spécifiques, l'assurance ou la caution bancaire et le « credit default swap ».

Le **surdimensionnement du portefeuille** consiste, pour l'établissement de crédit, à céder un montant de créances supérieur à celui des parts émises par le FCT. Un boni de liquidation apparaît, pendant la durée de vie du fonds, compte tenu de la différence entre les intérêts reçus des débiteurs initiaux et ceux versés aux investisseurs. Ce surdimensionnement permet de supporter le risque de défaillance lié au portefeuille titrisé.

Il peut être envisagé d'émettre, à côté des parts ordinaires (parts seniors), des **parts spécifiques** ou subordonnées (parts juniors) qui supportent l'intégralité du risque de défaut des créances titrisées en contrepartie d'une rémunération supérieure. Comme dans le cas du surdimensionnement, le cédant reste impliqué dans la garantie. Les investisseurs pourront souscrire des parts ordinaires qui ne supportent que le risque de remboursement anticipé. Par contre, les titres, outre le risque de remboursement anticipé, supportent également le risque de défaillance des débiteurs.

L'**assurance** d'une compagnie ou la caution d'une banque constitue un autre type de rehaussement de crédit fourni, cette fois, par un garant externe. Afin de protéger les investisseurs contre un éventuel risque de défaillance des emprunteurs, l'établissement cédant peut obtenir une garantie d'un autre établissement de crédit ou d'une compagnie d'assurance ou encore apporter sa propre caution en s'engageant à racheter un certain montant des créances en cas de défaillance.

Les **credit default swaps** sont des options indexées sur le taux de défaillance de l'emprunteur. Un investisseur peut souscrire ce type de protection mais au prix d'une diminution de son taux de rendement à cause de la prime de risque payée à la contrepartie.

TITRE 7. LA DÉFAISANCE

Le Conseil national de la comptabilité, dans un avis relatif à la comptabilisation de l'opération d'« in substance defeasance », la définit ainsi :

« Technique d'ingénierie financière qui permet à une entreprise donnée d'atteindre un résultat équivalent à l'extinction d'une dette figurant au passif de son bilan par le transfert de titres à une entité distincte qui sera chargée du service de la dette, cette opération n'ayant pas pour effet de libérer juridiquement l'entreprise de son obligation initiale. »

La défaisance est ainsi le transfert simultané au profit d'un tiers d'une dette obligataire et d'un portefeuille de valeurs mobilières qui permet d'en assurer le service. D'un point de vue économique, cette opération peut être assimilée à un remboursement anticipé d'emprunt.

Il convient d'en justifier l'existence avant d'évoquer sa mise en œuvre.

CHAPITRE 1. JUSTIFICATION DE L'OPÉRATION DE DÉFAISANCE

La justification de l'opération est à la fois financière (optimisation des ressources) et comptable (moyen d'améliorer la présentation des comptes).

SECTION 1. L'OPTIMISATION DES RESSOURCES

La défaisance est un outil de gestion des ressources ; elle permet à une société de restructurer le passif de son bilan en éliminant des dettes proches de leur échéance ou contractées à une époque où les taux d'intérêt étaient élevés.

D'autres procédés d'extinction de la dette, plus classiques, existent comme le remboursement anticipé d'emprunt, l'offre de rachat sur le marché des obligations, l'offre publique d'échange contre des actions ou contre des obligations aux caractéristiques différentes.

SECTION 2. COMPARAISON ENTRE DÉFAISANCE ET RACHAT DES OBLIGATIONS

Si l'on assimile économiquement ces deux opérations, elles ont toutefois des effets différents quant au transfert de richesse entre l'actionnariat et l'obligataire et également quant au rôle de la fiscalité.

Plus le risque spécifique de l'entreprise est élevé par rapport aux titres libres de risque, plus le transfert de richesse de l'actionnaire vers l'obligataire est important et plus il est préférable de procéder au rachat de ses propres titres plutôt que de réaliser une opération de défaisance.

Le coût global de la défaisance est égal à la somme du prix des titres d'État achetés pour constituer le portefeuille et de la valeur actuelle des prélèvements fiscaux. Le décideur sera indifférent à la procédure de désendettement lorsque les coûts nets des méthodes seront équivalents.

En termes de coût, la défaisance est d'un intérêt limité. Le montage implique, en effet, la constitution d'un portefeuille de titres moins risqués que ceux du portefeuille à défaire afin de donner aux créanciers des garanties suffisantes.

SECTION 3. LA COMMUNICATION FINANCIÈRE

La défaisance a pour effet de faire disparaître des dettes du passif et des disponibilités de l'actif et donc de modifier les grandes masses financières de l'entreprise.

Il résulte de cette nouvelle physionomie du bilan un assainissement financier apparent et une possible amélioration de la notation.

L'importance relative des fonds propres par rapport aux dettes est renforcée ; il en est de même des valeurs immobilisées par rapport à l'actif circulant. L'autonomie financière apparente est accrue par l'extraction des dettes à long terme ; la capacité d'endettement s'en trouve reconstituée. En revanche, le fonds de roulement est réduit du montant des dettes à long terme.

La diminution de l'endettement permet d'avoir un meilleur « rating » auprès des agences de notation et donc d'envisager l'obtention de sources de financement à des conditions plus satisfaisantes.

CHAPITRE 2. MISE EN ŒUVRE DE L'OPÉRATION DE DÉFAISANCE

SECTION 1. L'AFFECTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

Afin d'éliminer une dette obligataire du bilan, un portefeuille d'actifs est constitué ; il engendre des flux de liquidités dont les montants doivent être identiques à ceux de la dette et suivre un même échéancier. Les encaissements provenant du portefeuille doivent ainsi couvrir très exactement les décaissements liés au service de la dette ; il s'agit donc d'un adossement entre un actif et un passif à taux fixes.

Selon l'avis du Conseil national de la comptabilité (CNC), le portefeuille doit être composé de titres exempts de risques relatifs à leur montant, à leur échéance et au paiement des annuités, comme c'est le cas, par exemple, avec les obligations d'État ou les obligations garanties par lui. Les titres doivent être émis dans la même monnaie que la dette afin d'éviter tout risque de change. Le transfert du portefeuille de valeurs mobilières à la structure d'accueil doit être irrévocable.

Le principal problème réside dans le choix des emprunts d'État. Dans la mesure où il est peu probable d'en trouver un ayant les mêmes caractéristiques de taux, de durée et d'échéances spécifiques, il va être nécessaire de combiner de manière optimale les différents produits existant sur le marché.

SECTION 2. LA CONSTITUTION D'UNE STRUCTURE D'ACCUEIL

La finalité de la structure d'accueil est de rembourser la dette à l'aide de la trésorerie dégagée par le portefeuille. Le montage portefeuille-dette doit fonctionner de façon autonome.

Le droit français ne connaît pas l'existence du trust à ce jour.

La solution la plus simple et la moins risquée pour les obligataires comme pour la société débitrice, est la structure sociétaire. La forme juridique n'a pas une grande importance dans la mesure où les produits et les charges sont destinés à s'équilibrer. Le recours à une société soumise à l'impôt sur les bénéfices est envisageable.

La structure d'accueil doit avoir pour unique objet social la réalisation de l'opération de défaillance, à l'exclusion de toute autre activité économique ou financière, afin de protéger les créanciers contre tout risque de défaillance.

La réalisation de l'opération de défaillance entraîne des conséquences juridiques et comptables :

- D'un point de vue juridique, la société qui allège son bilan continue d'être tenue à l'égard des obligataires. La défaillance n'a pas pour effet d'éteindre la dette à la suite de son transfert à la structure d'accueil ; l'opération ne réalise qu'un transfert imparfait de dette. Si la société émettrice est totalement déchargée du service de l'emprunt, elle n'en perd pas pour autant sa qualité de débitrice ; elle a simplement délégué la gestion de l'emprunt.
- Sur un plan comptable, la défaillance doit donner lieu à des précisions concernant son coût et le montant restant à rembourser (engagement hors bilan) ; l'information doit figurer dans l'annexe de l'exercice de réalisation de l'opération.

TITRE 8. ÉTHIQUE ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

L'éthique peut se définir comme un ensemble de règles de bonne conduite appliquées à la vie des affaires. L'existence de règles pour encadrer les relations économiques n'est pas nouvelle et le législateur a déjà prévu de lourdes sanctions en cas de non-respect de la loi. On peut citer deux cas :

- La présentation ou la publication de comptes inexacts est réprimée par deux articles du Code de commerce. Pour les personnes physiques, la peine est un emprisonnement de 5 ans et une amende de 375 000 €.
- Il existe des conventions réglementées et des conventions interdites qui limitent certaines opérations entre la société et leurs dirigeants, en craignant que la position privilégiée de ces personnes ne les incite à obtenir des conditions plus favorables que la normale.

Néanmoins, depuis 1990 environ, les exigences éthiques ont augmenté pour les raisons suivantes.

Les années 1980 ont vu le passage d'une économie d'endettement (financement des entreprises essentiellement par la dette) à une économie de marchés financiers, dans laquelle aujourd'hui, en France par exemple, 1 200 entreprises environ trouvent un financement en émettant des actions sur les marchés. Cette désintermédiation ne s'est pas déroulée sans difficulté.

On a ainsi assisté à un fort développement du rôle des investisseurs étrangers dans le capital des grands groupes de l'hexagone. Ces nouveaux investisseurs avaient des attentes bien plus fortes que les actionnaires minoritaires nationaux, notamment dans le contrôle des décisions prises par les sociétés et concernant la rémunération attendue (dividendes et plus-values). Toutes les entreprises recherchent un certain niveau de profit. Mais pour les entreprises privées cotées, la pression à court terme des marchés financiers pour obtenir une forte rentabilité est devenue très forte.

Par ailleurs, le monde de la finance a proposé aux entreprises des techniques de plus en plus complexes, pas toujours transparentes, y compris pour les auditeurs.

Enfin, les scandales liés à la diffusion par certaines entreprises d'informations financières totalement erronées (Enron, Vivendi, Worldcom⁵, Parmalat⁶), les délits d'initiés⁷, mais aussi des avantages financiers (retraites, plan de stock-options...) considérables octroyés aux principaux dirigeants et dans des conditions de transparence presque inexistantes ont rendu les investisseurs méfiants.

CHAPITRE 1. DÉFINITION ET ANALYSES THÉORIQUES

SECTION 1. DÉFINITION

Le gouvernement d'entreprise peut être défini comme l'ensemble des mécanismes destinés à contrôler l'action des dirigeants. Le but est de permettre aux actionnaires de vérifier que les entreprises dont ils détiennent des parts sont dirigées en conformité avec leurs propres intérêts. La direction générale est ainsi placée sous la tutelle d'un conseil d'administration qui garde la maîtrise de la stratégie, laquelle doit d'abord satisfaire les attentes des actionnaires.

5. L'ex-PDG de l'opérateur télécoms américain World Com, reconnu coupable de fraudes et complot en 2002, a été condamné en 2005 par un tribunal new-yorkais à 25 ans de prison.

6. Le fondateur de Parmalat a été condamné en décembre 2008 à 10 ans de prison par un tribunal de Milan (suite à la faillite du géant de l'agroalimentaire italien en 2003).

7. Le délit d'initié est une infraction résultant de l'utilisation d'une information confidentielle sur une société cotée.

SECTION 2. ANALYSES THÉORIQUES

I. LA RELATION D'AGENCE

En 1776, l'économiste anglais Adam Smith constatait que les entreprises n'étaient plus nécessairement administrées par leur propriétaire et que l'on pouvait craindre un manque d'implication de la part des dirigeants :

« Les directeurs de ces sortes de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés apportent souvent dans le maniement des fonds. »

Extrait de la *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*.

Mais, on doit à Berle et Means (1932) d'avoir été les premiers à étudier, en détail, les conséquences du développement des marchés boursiers et le risque de conflit d'intérêt entre managers et actionnaires.

En 1976, leur analyse a été complétée par Jensen et Meckling avec la **théorie de l'agence**. Il apparaît une relation d'agence lorsqu'une personne a recours aux services d'une autre en vue d'accomplir, en son nom, une tâche quelconque. Le mandataire est l'actionnaire et le mandaté est le dirigeant. Dans la théorie de l'agence, les actionnaires doivent mettre en place des procédures de surveillance et d'incitation pour que les dirigeants agissent conformément à leurs intérêts.

Cette théorie de l'agence pose le problème de la divergence d'intérêt et de l'asymétrie d'information entre les deux parties.

« L'asymétrie de l'information, qui est entre autres à la base de la théorie des signaux, correspond à l'idée que la même information n'est pas partagée par tous. Ainsi, les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs. »

Vernimmen, 2013.

Dès lors, elle s'est efforcée de trouver des règles qui incitent ou contraignent les dirigeants à ne pas abuser de leur position. Ces règles engendrent des coûts d'agence, c'est-à-dire des coûts de contrôle des dirigeants. Nous exposerons ces règles plus loin. Auparavant, on peut déjà citer des cas concrets de divergences d'intérêt entre dirigeants et actionnaires :

- les dirigeants bénéficient d'informations privilégiées qu'ils peuvent exploiter à leur avantage ;
- le bénéfice de l'entreprise et son cours de Bourse (qui intéresse directement l'actionnaire) ne sont pas nécessairement au centre des préoccupations des managers ;
- maximisation de la taille de l'entreprise pour accroître le pouvoir de la direction ce qui peut ne pas être sans risque pour l'actionnaire ;
- mise en réserve des bénéfices (à la place d'une distribution aux actionnaires) pour garder des marges de flexibilité.

II. LA THÉORIE DE L'ENRACINEMENT (SHLEIFER ET VISHNY, 1989)

La théorie de l'enracinement montre que les moyens mis en place (à la suite de la théorie de l'agence) pour contrôler les dirigeants peuvent échouer. En effet, ceux-ci, malgré des résultats insuffisants, peuvent adopter un comportement opportuniste afin de conserver leur poste (indemnités coûteuses de licenciement, réalisation d'investissements spécifiques afin de se rendre indispensables).

CHAPITRE 2. LA LÉGISLATION FRANÇAISE

La multiplication des lois protégeant les actionnaires a commencé aux États-Unis avec, en 2002, la loi Sarbanes-Oxley (SOX).

SECTION 1. LA LOI SUR LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE (LSF)

La LSF du 1^{er} août 2003 peut être comparée à la loi Sarbanes-Oxley, mais son périmètre est nettement plus large.

I. CRÉATION DE STRUCTURES EXTERNES DE CONTRÔLE

La LSF a mis en place des structures pour améliorer le contrôle de l'information.

Ainsi, l'**Autorité des marchés financiers** a été créée avec notamment pour mission de veiller à la protection de l'épargne et à l'information des investisseurs.

Par ailleurs, le **Haut Conseil du commissariat aux comptes** (H3C) a été institué pour identifier et promouvoir les bonnes pratiques professionnelles.

II. LE RENFORCEMENT DU CONTRÔLE INTERNE ET LE COMITÉ D'AUDIT

Le président du conseil d'administration des sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé rend compte dans un rapport à l'assemblée générale des procédures de contrôle interne mises en place dans la société. Les commissaires aux comptes présentent un rapport exposant les observations appelées par les méthodes et procédures de contrôle interne.

Les sociétés cotées ont également l'obligation de se doter d'un comité d'audit (constitué de membres du conseil d'administration). Ses membres doivent avoir des compétences en matière de finance et de comptabilité. Il doit auditionner les commissaires aux comptes, les directeurs financiers, les comptables, les trésoriers, participer à la procédure de sélection du commissaire aux comptes et formuler un avis sur leurs honoraires. En plus de l'examen des comptes sociaux, il est aussi chargé de celui des comptes consolidés et des engagements hors bilan.

SECTION 2. L'ENCADREMENT DE LA POLITIQUE DE RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

La politique de rémunération des dirigeants est essentielle puisqu'elle est censée inciter les dirigeants à prendre des décisions favorables aux actionnaires. Mais, compte tenu des excès commis dans certaines très grandes entreprises, le législateur a fixé des règles.

I. L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES

Le rapport sur le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées doit indiquer les principes et règles arrêtées pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux (personne apte à engager juridiquement l'entreprise).

II. ADHÉSION À UN CODE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Dans leur rapport de gestion, les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé doivent déclarer si elles se réfèrent au Code de gouvernement d'entreprise Afep-Medef complété et précisé par des recommandations relatives à la rémunération des dirigeants.

En cas de non-application d'une partie des recommandations, il revient aux conseils d'administration ou de surveillance d'en expliquer les raisons selon le principe « appliquer ou s'expliquer » (*comply or explain*).

CHAPITRE 3. LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE EN PRATIQUE

Au-delà des règles fixées par le législateur, il s'agit à présent d'étudier les mécanismes d'incitation et de surveillance qui vont aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

SECTION 1. LES OUTILS INTERNES

I. LE DROIT DE VOTE DES ACTIONNAIRES EN ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

Il faut commencer par rappeler l'évidence, à savoir que le contrôle exercé par les actionnaires commence par la présence aux assemblées générales, afin d'y approuver les comptes, le prochain dividende et certaines opérations (augmentation de capital par exemple). Et surtout, l'assemblée générale nomme les membres du conseil d'administration.

II. LE RÔLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

D'après le Code de commerce, le conseil d'administration « détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre ». Dès lors, d'après Fama et Jensen (1983), le conseil d'administration joue un rôle important dans la résolution des conflits d'intérêts puisqu'il est chargé de ratifier et de contrôler les décisions des dirigeants (président du CA, directeur général). Le gouvernement d'entreprise doit donc fixer les règles de fonctionnement du conseil pour que les intérêts des actionnaires soient bien pris en compte.

L'efficacité du conseil passe notamment par la nomination d'administrateurs indépendants qui peuvent être définis comme « n'entretenant aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ». Il serait souhaitable que la part des administrateurs indépendants atteigne 50 %.

Ensuite, la plupart des grandes entreprises ont mis en place un comité des rémunérations, dont les membres font partie du conseil d'administration. Ses missions sont les suivantes :

- recommandation au conseil d'administration sur la rémunération et la retraite du président, ainsi que des autres mandataires sociaux le cas échéant ;
- examen des propositions de la Direction générale intéressant la mise en place des plans de souscription ou d'achat d'actions autorisés par l'AGE.

Enfin, les sociétés anonymes ont la possibilité de dissocier les fonctions de président du conseil d'administration et celle de directeur général. Cette dissociation doit permettre une répartition des rôles plus efficaces et éviter que le conseil n'interfère dans la gestion. L'adoption de la société anonyme à conseil de surveillance et directoire est la seconde possibilité pour séparer les pouvoirs des dirigeants.

III. UNE POLITIQUE DE RÉMUNÉRATION EFFICACE

La politique de rémunération doit réconcilier les intérêts des managers avec ceux des actionnaires, en leur octroyant une rémunération basée sur :

- le résultat : développement de la partie variable (fonction de l'EBE, par exemple) ;
- le cours de Bourse : mise en place de plans de stock-options.

IV. LA MISE EN PLACE DE CODE DE GOUVERNANCE (ÉTHIQUE)

En se dotant d'un code de gouvernance, l'entreprise affiche les règles, à partir desquelles, le comportement et le travail des dirigeants seront appréciés.

SECTION 2. LES OUTILS EXTERNES

I. LE MARCHÉ FINANCIER : LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT

L'OPA constitue un risque pour les dirigeants peu efficaces ou peu soucieux des intérêts des actionnaires. Néanmoins, il est vrai que les dirigeants disposent de différents moyens pour essayer de contrer ce type d'opérations.

II. L'ENDETTEMENT

Le recours à l'endettement permet aux dirigeants d'éviter les problèmes de dilution (baisse du résultat et du dividende par action) et le mécontentement des actionnaires. Toutefois, ils doivent se soumettre aux exigences des banquiers, tant en matière d'informations à produire que sur la présence de clauses contractuelles dans le contrat de prêt ou encore de prise de garanties. Nous retrouvons ici l'idée déjà rencontrée de l'endettement comme moyen de discipliner les dirigeants.

III. LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Les actionnaires peuvent recruter un autre dirigeant !

INDEX

- Administrateur indépendant 62
- Agence de notation 53, 54, 55
- Apport partiel 9, 10, 30, 32, 34
- Asymétrie d'information 25, 33, 36, 60
- Augmentation de capital 18
- Autocontrôle 37
- Autorité des marchés financiers (AMF) 17
- BIMBO 49
- Certificat de valeur garantie 35
- Clause d'agrément 37
- Clause d'earn-out 25
- Comité d'audit 61
- Comité des rémunérations 62
- Commissaire aux comptes (CAC) 61
- Contrôle interne 61
- Coup d'accordéon 18
- Coût du capital 16
- Défaillance 57
- Dette mezzanine 43
- Dette senior 43
- Dividende 59
- Division du nominal 17
- Earn-out 25
- Economic Value Added (EVA) 12
- Effet de clientèle fiscale 13, 14
- Effet de levier 46
- Endettement 16
- Ethique 59
- Flexibilité 60
- Fusion 22
- Garantie d'actif et de passif 25
- Gordon et Shapiro 11
- Gouvernement d'entreprise 59
- Haut Conseil du commissariat aux comptes (H3C) 61
- Incorporation des réserves 18, 37
- Intégration fiscale 13, 43, 50, 52
- LBO 42
- MEDAF 12
- Offre publique 33, 35
- Pacte d'actionnaires 25
- Prime de fusion 25
- Rachat d'actions 17
- Rapport d'échange 24
- Sarbanes-Oxley (SOX) 61
- Scission 30
- Stock-options 59
- Théorie de l'agence (relation d'agence) 15, 60
- Théorie du signal 15
- Titrisation 53
- TSR 12, 19

À envoyer à la correction
Auteur : Jean-Claude COILLE

REMARQUE

Vous êtes chargé d'étudier trois dossiers indépendants.

Tous les bénéfices supportent un impôt sur les sociétés au taux de 33,1/3 %.

Les principales abréviations utilisées sont les suivantes :

- BNPA : Bénéfice net par action
- CA : Chiffre d'affaires
- FCF : *Free cash-flow*
- k€ : Millier d'euros
- M€ : Million d'euros
- OPRA : Offre publique de rachat d'actions

EXERCICE 1 : LA POLITIQUE DE DIVIDENDE (11,5 POINTS)

A. Bénéfice distribuable (2 points)

À la fin de l'exercice N, les capitaux propres avant répartition de la société X s'élèvent à 115 125 k€. Ils comprennent un report à nouveau créditeur pour 2 523 k€ et un résultat déficitaire qui ressort à 9 541 k€. La réserve légale a atteint 10 % du capital social.

Les bénéfices prévisionnels des exercices N+1, N+2 et N+3 sont respectivement estimés à 6 210 k€, 10 153 k€ et 12 515 k€.

TRAVAIL À FAIRE

1. Quel est le premier exercice qui présentera un bénéfice distribuable positif ? Quel sera alors le dividende maximum que la société X sera susceptible de verser au titre de cet exercice ? (2 points)

B. Dividende et valorisation d'une action (3 points)

Un groupe d'investisseurs a pris une participation à hauteur de 15 % dans un grand groupe coté Y. L'investissement s'est fait au prix de 20 € par action. Depuis, le parcours boursier du titre est très décevant et ce groupe d'actionnaires a obtenu des dirigeants que différentes politiques permettant l'amélioration de la valorisation du titre soient étudiées.

Nous nous plaçons à la fin de l'exercice N et vous êtes chargé d'étudier la politique de dividende qui permettrait d'améliorer la valorisation dans les trois prochaines années. Vous disposez à cet effet de l'annexe 1.

2. Quel est le dividende unitaire versé par le groupe Y au titre de l'exercice N ? (1 point)

3. Quel devrait être le dividende unitaire constant à verser à partir de l'exercice N+3, si on souhaite que la valeur de l'action atteigne 30 € à cette date ? (1 point)

4. Compte tenu de vos réponses aux deux questions précédentes, quel devrait être le taux de progression annuel constant du dividende entre N et N+3 ? (1 point)

C. Dividende et trésorerie (6,5 points)

Le groupe Z a une rentabilité très élevée, de l'ordre de 10 %, niveau largement suffisant pour satisfaire les attentes de ses actionnaires. Le groupe souhaite néanmoins vérifier que, pour les trois prochaines années, la trésorerie sera suffisante pour appliquer sa politique de dividende.

6. Vérifiez si la trésorerie du groupe sera suffisante au cours de chacune des trois prochaines années (N+1, N+2 et N+3) pour rémunérer ses actionnaires à hauteur de leurs attentes. Vous disposez à cet effet de l'annexe 2. (3,5 points)
7. Si pour le seul exercice N+1, le groupe Z procède au paiement en actions d'une partie du dividende (voir annexe 3), estimez les conséquences de cette stratégie :
 - a. sur la trésorerie du groupe (pour chacun des exercices N+1, N+2 et N+3). (1 point)
 - b. sur la valeur de l'action. (2 points)

ANNEXE 1

Les principales données comptables et financières du groupe Y pour l'exercice N sont les suivantes :

- Chiffre d'affaires : 1 000 M€
- Nombre de titres composant le capital : 15 M
- Taux de rentabilité : 6 %
- Taux de distribution : 60 %

Le taux de rentabilité sera calculé en comparant le résultat net comptable au chiffre d'affaires.

On estime le coût des capitaux propres à 12 % en N+3. Le calcul de la valeur de l'action du groupe Y à cette date sera réalisé par l'actualisation d'un dividende constant sur une durée infinie.

ANNEXE 2

Le groupe Z a estimé ses principaux flux de trésorerie pour les trois prochaines années. Ils sont résumés dans le tableau ci-après :

	N+1	N+2	N+3
FCF	+ 710 M€	+ 990 M€	+ 1 020 M€
Dividendes à payer	400 M€	450 M€	500 M€

Par ailleurs, à la fin de l'exercice N, le groupe :

- dispose d'une trésorerie excédentaire égale à 150 M€ ;
- est endetté à hauteur de 1 500 M€, emprunt remboursable par trois amortissements annuels constants et pour lequel le groupe supporte un taux d'intérêt annuel de 6 %.

On supposera que sur la période étudiée, toute charge supplémentaire, autre que celles déjà prises en compte dans le résultat d'exploitation, bénéficiera d'une économie d'impôt.

ANNEXE 3

La décision du groupe Z de payer une partie du dividende en actions ne concernerait que le dividende payé au titre de l'exercice N+1 et selon les modalités suivantes :

- l'option pour le paiement en actions concernerait 25 % du dividende à payer, soit 100 millions d'euros ;
- les actions créées seraient émises à un prix de 20 €.

Avant le détachement du coupon, le cours de l'action du groupe Z s'élevait à 22,2 € et le nombre de titres composant le capital ressortait à 100 millions.

EXERCICE 2 : OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS (3,5 POINTS)

Le groupe W dont les titres sont admis à la négociation sur le premier marché étudie les conséquences d'une OPRA dont les conditions sont présentées dans l'annexe.

TRAVAIL À FAIRE

1. Calculez le prix que doit proposer le groupe W pour son offre de rachat. (1,5 point)
2. Calculez, en pourcentage, la prime payée par rapport au dernier cours avant l'opération. (0,5 point)
3. Après une OPRA, on observe fréquemment que le cours du titre est plus élevé de 10 à 15 % par rapport à son niveau théorique ; le cours de bourse du groupe W pourrait ainsi atteindre 32 €. En mobilisant la théorie du signal, expliquez succinctement pourquoi, en général, dans le cadre d'une OPRA, le cours peut dépasser son niveau théorique. (1,5 point)

ANNEXE

Le groupe W, dont le capital est composé de 500 millions d'actions, étudie un projet de rachat de ses propres actions (OPRA) à hauteur de 15 %. Le cours actuel, avant l'opération, ressort à 30 €.

Le cours de rachat sera fixé à un niveau tel que le cours théorique après l'opération serait au moins égal à 29 €.

Les actions rachetées sur le marché seraient annulées et les capitaux propres, ainsi que la capitalisation boursière, seront diminués du montant des actions rachetées.

On supposera que le taux d'apport à l'opération sera de 100 %.

EXERCICE 3 : AUGMENTATION DE CAPITAL EN NUMÉRAIRE (5 POINTS)

Le groupe Z doit financer un programme d'investissement et étudie les conditions d'une augmentation de capital en numéraire présentée dans l'annexe.

TRAVAIL À FAIRE

1. Calculez le prix d'émission des actions de numéraire ainsi que la quantité de titres à émettre afin de respecter l'objectif de valorisation. (2 points)
2. À quel niveau devra se situer le dividende global versé au titre de l'exercice N+1 si les actionnaires souhaitent un dividende unitaire stable. (1 point)
3. Un actionnaire du groupe possède 10 % du capital avant l'augmentation de capital et ne souhaite pas y participer. Montrez que la vente de ses droits préférentiels de souscription compensera la perte de valeur sur les actions qu'il détient. (2 points)

ANNEXE

Le groupe Z souhaite que l'augmentation de capital réalisé au cours de l'exercice N respecte les caractéristiques suivantes :

- l'opération doit permettre de financer 100 % d'un programme d'investissement qui s'élève à 600 M€ ;
- le cours théorique de l'action après l'augmentation de capital ne doit pas être inférieur à 18,75 €.

Avant l'augmentation de capital, le cours de bourse des 120 millions de titres composant le capital ressortait à 20 €.

Par ailleurs, le dernier dividende versé en N, avant l'augmentation de capital, s'est élevé à 150 M€. Le groupe Z souhaite que le dividende unitaire octroyé aux actionnaires reste le même en N+1.



À envoyer à la correction
Auteur : Jean-Claude COILLE

REMARQUE

Vous êtes chargé d'étudier trois dossiers indépendants.

Tous les bénéfices supportent un impôt sur les sociétés au taux de 33,1/3 %.

Toutes les informations sont exprimées en milliers d'euros et, si nécessaire, vous arrondirez tous vos calculs dans la même unité.

Les principales abréviations utilisées sont les suivantes :

- BFRE : Besoin en fonds de roulement d'exploitation
- CA : Chiffre d'affaires
- CAF : Capacité d'autofinancement
- DA : Dotations aux amortissements
- IF : Intégration fiscale
- VGE : Valeur globale de l'entreprise

Un groupe d'investisseurs souhaite acquérir 100 % des titres d'une société Z ; cet investissement se ferait par l'intermédiaire d'une société holding de reprise dont ils seraient les seuls actionnaires.

Dossier 1 : Travaux concernant la cible (annexe 1) (11 points)

Les actionnaires de la holding souhaitent disposer d'informations sur la valeur de la société Z ainsi que sur sa capacité à distribuer un dividende.

A. Travaux d'évaluation

TRAVAIL À FAIRE

1. Calculez la valeur des capitaux propres de la société Z à la fin de l'exercice N : (4 points)
 - a. avec la méthode des comparables. (3 points)
 - b. avec la méthode du dividende actualisé. (1 point)
2. Déduisez-en la valeur des capitaux propres de la société Z dans la perspective du rachat par la société holding. (0,5 point)

B. Calcul du dividende versé à la holding

3. Calculez le résultat net comptable de la société Z sur la période N+1 à N+4. (1,5 point)
4. Déduisez-en le dividende que la société Z est susceptible de verser chaque année à la société holding sur la période N+1 à N+4. (0,5 point)

C. Étude de la trésorerie de la société Z

5. Établissez le plan de financement de la société Z sur la période N+1 à N+4. On ne fera pas la distinction entre le début et la fin de chaque exercice. (4 points)
6. Commentez succinctement le document obtenu à la question précédente. (0,5 point)

Dossier 2 : Travaux concernant la société holding (annexe 2) (9 points)

7. Calculez la CAF de la société holding pour chaque exercice sur la période N+1 à N+4. (3 points)
8. Établissez le plan de financement de la société holding sur la période N+1 à N+4. On ne fera pas la distinction entre le début et la fin de chaque exercice. (3,5 points)
9. Commentez succinctement le document obtenu à la question précédente. (0,5 point)
10. Si la société holding revend la société Z à la fin de l'exercice N+4, quel devra en être le prix de cession pour que la rentabilité de cette acquisition soit égale à 30 % par an pendant quatre ans. Vous ne tiendrez pas compte de la fiscalité sur cette cession. (2 points)

ANNEXE 1 INFORMATIONS CONCERNANT LA CIBLE (SOCIÉTÉ Z)

À la fin de l'année N, le bilan comptable de la société Z fait apparaître :

- une trésorerie active égale à 500 ;
- un BFRE qui ressort à 2 000 et des immobilisations en valeurs nettes égales à 12 000 ;
- un endettement qui s'élève à 3 600, amortissable en N+1 et N+2 par deux amortissements annuels constants. Le taux d'intérêt annuel est égal à 4 % ;
- des capitaux propres au sein desquels la réserve légale a atteint son plafond (10 % du capital social) et le report à nouveau est négligeable.

Les prévisions faites pour les quatre prochaines années sont résumées dans les deux tableaux ci-après :

Société Z – Activité	N+1	N+2	N+3	N+4
CA	20 000	20 000	20 000	20 000
EBE en % du CA	33 %	33 %	33 %	33 %
DA	1 800	1 950	1 950	1 980
Taux de distribution du dividende	75 %	75 %	75 %	75 %

Par simplification, on supposera que le dividende de la société Z est payé l'année même où le bénéfice sur lequel il est prélevé est constaté.

Les cessions d'actifs peuvent être considérées comme négligeables.

Société Z – Bilans prévisionnels	N+1	N+2	N+3	N+4
Immobilisations en valeurs nettes	11 000	10 000	11 000	11 000
BFRE en % du CA	12 %	12 %	11 %	11 %

Dans la perspective du rachat par la société holding, la valeur des capitaux propres de la cible sera considérée comme égale à la moyenne arithmétique des montants obtenus suite à la mise en œuvre des deux méthodes suivantes :

- La méthode des comparables basée sur l'excédent brut d'exploitation net d'IS de l'exercice N+1. On tiendra compte de la trésorerie active. L'étude d'une société « W » comparable à la société « Z » a permis d'obtenir les données suivantes, en valeurs de marché pour les deux premières :

Informations société W	N
Valeur des capitaux propres	12 000
Valeur de l'endettement	8 000
EBE net d'IS	5 000

- La méthode qui repose sur l'actualisation d'un dividende constant sur une durée infinie. On utilisera le dividende versé en N+1 par Z et on supposera un coût des capitaux propres égal à 16,5 %.

ANNEXE 2 INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ HOLDING

Compte tenu de vos travaux et après une phase de négociation, le prix payé par la société holding pour acquérir 100 % des titres de la société Z ressort à 15 000. L'acquisition de la cible serait effectuée début N+1 par la société holding qui serait alors constituée avec les ressources suivantes :

Dettes senior :	<ul style="list-style-type: none"> • 5 000 avec un taux d'intérêt annuel égal à 4 % ; • amortissements constants sur 4 ans ; • échéances annuelles.
Dettes subordonnée :	<ul style="list-style-type: none"> • 3 000 avec un taux d'intérêt annuel égal à 6 % ; • remboursement in fine dans quatre ans ; • échéances annuelles.
Capital :	<ul style="list-style-type: none"> • pour le solde.

Les charges annuelles de fonctionnement de la société holding ont été estimées à 160 pour les quatre prochaines années.

Le holding ne verserait aucun dividende à ses actionnaires pendant quatre ans.

Les conditions nécessaires pour la mise en œuvre de l'intégration fiscale sont réunies.

