

GESTION-FINANCE

Ingénierie financière

Fusions, acquisitions
et autres restructurations
des capitaux

2^e édition

Georges Legros

DUNOD

— MANAGEMENT SUP —

GESTION - FINANCE

Ingénierie financière

Fusions, acquisitions
et autres restructurations
des capitaux

2^e édition

Georges Legros

DUNOD

Tout le catalogue sur
www.dunod.com



Mise en page : Belle Page

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements



d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée. Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).

© Dunod, 2016

11, rue Paul-Bert, 92240 Malakoff

www.dunod.com

ISBN 978-2-10-075686-5

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Table des matières

Introduction	1
 1 Le périmètre de l'entité	 7
Section 1 La notion d'entité	7
Section 2 Typologie des stratégies conjointes	18
Section 3 Typologie des alliances stratégiques	24
Section 4 Les motivations des fusions acquisitions	28
 2 Les offres publiques	 31
Section 1 Les acteurs	33
Section 2 Les mécanismes des offres publiques	35
Section 3 Les offres publiques de retrait	43
Section 4 Les plans anti-offres publiques	45
Études de cas	50
 3 Les fusions	 67
Section 1 La définition de la fusion	67
Section 2 Les modalités de la fusion	70
Section 3 La fiscalité de la fusion	73
Section 4 Les formalités de la fusion	76
Section 5 Le traitement comptable des fusions	77
Études de cas	79

4	Les effets de levier et <i>leverage buy out</i> (LBO)	85
	Section 1 L'effet de levier	85
	Section 2 Le LBO	89
	Section 3 Le rachat d'entreprise par les salariés (RES)	99
	Section 4 Le recours aux holdings	101
	Études de cas	111
5	Les opérations de restructuration des capitaux propres	143
	Section 1 Les apports partiels d'actifs, scissions, <i>spin-off, split-off</i>	143
	Section 2 L'introduction en Bourse	150
	Section 2 Le retrait de la cote	156
	Section 4 Le capital investissement	157
	Section 5 La politique du dividende et la gestion de la valeur de l'action	168
	Section 5 Les défaillances d'entreprises	174
	Études de cas	180
6	La titrisation et la défaisance	207
	Section 1 La titrisation	207
	Section 2 Le reconditionnement des titres	224
	Section 3 La défaisance	226
7	La communication financière et le gouvernement d'entreprise	231
	Section 1 La communication financière	231
	Section 2 Le gouvernement d'entreprise	245
	Études de cas	250
	Conclusion	271
	Bibliographie	279
	Index	281

Introduction

L'ingénierie financière développée par les groupes cotés est complexe. L'imagination est toujours plus grande pour élever la rentabilité des capitaux engagés par une minorité actionnariale et transférer les risques sur le plus grand nombre.

L'intérêt est le moteur des stratégies financières. La recherche d'une utilité toujours plus grande, d'un enrichissement individuel toujours plus assuré et la quête du gain absolu mobilisent les enthousiasmes et placent l'économie au cœur de nos projets. L'intérêt est l'ordre naturel, le discuter est une hérésie, la communication financière est une incantation ; encenser le marché et lui donner une dimension prédictive ne se discutent pas : les cours en Bourse révèlent les gains futurs. La poursuite par chacun de son intérêt le plus individuel assure le bien-être de tous. Que chacun se soucie de son avantage et l'intérêt général sera au mieux servi. Toute intervention nuit au développement économique. Il faut laisser faire. Toute loi entrave l'avènement d'une société toujours plus riche. Il convient d'accumuler pour accumuler,

profiter pour profiter, l'argent sert l'argent et non un quelconque idéal parasite.

L'ingénierie financière des groupes côtoie les fondamentaux du libéralisme ; les stratégies financières les plus agressives se justifient par l'état de nature ; l'affirmation des « intérêts intéressés » oriente les stratégies exclusivement sur la valeur actionnariale au détriment de la valeur partenariale. La sympathie pour l'autre ne tempère pas l'utilité des autres.

Notre objectif est de présenter les leviers spécifiques dont disposent les groupes pour définir leur stratégie financière.

La structure de groupe permet d'obtenir le contrôle des actifs opérationnels par des mises en capitaux propres majoritaires réduites, par la mobilisation d'un actionnariat minoritaire et par l'élargissement du niveau d'endettement. La structure de groupe recèle un pouvoir de transformation des capitaux, de circulation des financements par des opérations de transmutation des capitaux d'une forme à une autre. Ces stratégies orientent la rentabilité des capitaux vers les majoritaires, tout en externalisant les risques.

La puissance des groupes autorise l'appropriation des résultats des sous-traitants, l'obtention des aides multiformes de la puissance publique et des contrats, la suppression des barrières nationales et le jeu sur les disparités nationales. Par leur pouvoir d'influence, les groupes favorisent l'interventionnisme politique et suppriment le « marché ». Ainsi, la logique des groupes induit la recherche d'une taille critique et la multiplication des rapprochements divers par voie de fusions et autres.

La création de valeur actionnariale est l'objectif ultime dans le contexte d'une normalisation comptable internationale écrite par et pour les groupes cotés.

Concentration n'est pas synonyme de cumul pur et simple. Les synergies entre les différentes entreprises se regroupant doivent permettre d'aboutir à des surplus de productivité, de rentabilité et d'efficacité. Il s'agit donc de décisions stratégiques prises au niveau de la direction générale du groupe, d'une politique globale qui néglige nécessairement les intérêts de certains partenaires économiques et sociaux.

Le système économique actuel se caractérise par l'internationalisation des marchés commerciaux, monétaires, de matières premières et aussi du savoir et des hommes. Partant de ce constat, certains ont pu affirmer que la puissance des grands groupes multinationaux dépasse celle de pays importants. Ces affirmations sont fondées sur le chiffre d'affaires ou le nombre d'employés, mais ne tiennent pas compte de la force de réglementation que possède un État ; la revanche des groupes internationaux consiste à délocaliser leurs intérêts industriels, commerciaux et financiers dans les pays les plus attractifs par leur système fiscal et social.

L'État dispose à la fois d'un pouvoir économique et politique, alors que le groupe, même multinational, ne dispose que d'un pouvoir économique utilisable dans les limites fixées par les États. Toutefois, l'État, soumis lui-même à des contraintes économiques et sociales, n'a pas intérêt à long terme à abuser de son pouvoir, dans la mesure où cela aboutit à une délocalisation des outils de production et des emplois vers des États plus libéraux, et par voie de conséquence à un appauvrissement de la nation. Le phénomène de compétition entre les nations vient par conséquent freiner les volontés politiques. Les appareils administratifs publics se doivent désormais d'être compétitifs pour ne pas coûter cher aux contribuables.

La surface financière des groupes leur permet d'investir dans les domaines de haute technologie, ce qui menace parfois l'indépendance des nations, et plus particulièrement les pays peu développés. La dimension européenne est la seule qui permette de financer certains grands projets. Par ailleurs, les grandes entreprises d'assurances, de banque, de médias, de téléphonie, d'énergie pétrolière ou électrique, de transport aérien et ferroviaire échappent de plus en plus à l'emprise de l'État, afin d'être compétitives sur le plan international, d'accéder aux marchés financiers et de se regrouper librement.

On assiste donc à un mouvement général de libéralisation de l'économie et à un recentrage plus ou moins marqué des États sur leurs fonctions régaliennes, qui tend à rééquilibrer les forces par rapport aux grands groupes multinationaux. Mais ces derniers comptent de plus en plus de fonds de pension parmi leurs

actionnaires, ce qui remet indirectement de la démocratie dans les rouages économiques.

La puissance économique des groupes internationaux réside aussi dans leur pouvoir de pression sur les pays lors de l'installation de nouvelles filiales. Pour créer des emplois, les États sont souvent tentés d'accorder des avantages fiscaux, subventions, garanties de marché ou autres. Toutefois, les décisions d'investissement des groupes sont guidées par un souci de rentabilité à long terme, et non pas par l'intérêt public. Par conséquent, ces avantages divers, souvent d'une durée limitée, ne sont pas toujours déterminants et sont de toute façon payés par les impôts des autres agents économiques, dont un certain nombre de groupes font partie.

L'entreprise est avant tout constituée d'hommes. Dans les groupes bien organisés, l'éducation et la formation des hommes sont donc considérées comme une priorité absolue. Là encore, la puissance des groupes internationaux se manifeste par un « esprit maison » ; une cohésion et une volonté commune du personnel du groupe, en particulier des cadres, d'œuvrer pour faire gagner le groupe. La loyauté envers le groupe est absolue.

L'objectif de notre ouvrage est de présenter les différentes stratégies développées par les groupes pour optimiser le retour sur fonds propres. L'ingénierie financière est un ensemble de techniques financières, juridiques et comptables dont disposent les directions financières pour élever la valeur du titre de propriété, pérenniser la distribution des dividendes et minimiser la prise de risque.

La création de valeur actionnariale est au cœur des préoccupations des dirigeants. Le mandat d'un dirigeant est de rémunérer l'actionnaire comme il pourrait l'être sur les marchés financiers pour une même prise de risque et, au-delà, d'accumuler des réserves donnant. Ainsi le dirigeant donne de la valeur à l'action en tant que titre de propriété et autorise un autofinancement des futurs projets, c'est-à-dire un financement sur les ressources internes sans apports nouveaux de la part des actionnaires.

Le lecteur pourra se familiariser avec les différentes techniques financières tout en appréciant leur cadre conceptuel. Pour mieux

assurer l'appropriation des connaissances, de nombreuses applications viennent étayer les développements théoriques et donnent une dimension démonstrative à l'ouvrage.

Ainsi, nos développements reposent sur le triptyque suivant :

- Les rapprochements d'entreprise au travers des fusions acquisitions (chapitres 1, 2, 3 et 4).
- Les restructurations débouchant sur le remodelage stratégique (chapitres 5 et 6).
- Les enjeux de la communication financière (chapitre 7).

Cette approche opérationnelle doit permettre au lecteur de comprendre l'ingénierie financière et d'en devenir un initiateur.

Chapitre

1

Le périmètre de l'entité

SOMMAIRE

SECTION 1 La notion d'entité

SECTION 2 Typologie des stratégies conjointes

SECTION 3 Typologie des alliances stratégiques

SECTION 4 Les motivations des fusions acquisitions

Section 1

LA NOTION D'ENTITÉ

Tout problème de gestion suppose implicitement que l'on se réfère à une certaine entité au niveau de laquelle il est pertinent d'analyser une situation ou de prendre une décision.

Une entité est un concept construit par l'esprit, mais utilisé ensuite comme s'il s'agissait d'un être réel. De ce point de vue, un groupe de sociétés est une entité. D'une manière très générale, on peut

aborder le problème de la définition d'une entité en utilisant les principes et le vocabulaire de l'analyse systémique : une « entité », tout comme un « système », est constituée par un ensemble d'éléments qu'il est possible de distinguer d'un environnement. Une frontière existe entre les éléments internes, qui appartiennent à l'entité, et les autres, qualifiés d'externes.

La notion de « périmètre de l'entité » renvoie évidemment à cette question de frontière. Définir le périmètre d'une entité, c'est en fait définir l'entité en pratique. Cette définition suppose l'explicitation du ou des critères permettant de faire la distinction entre les éléments internes et les éléments externes.

Il n'existe pas d'entité « en soi » : tout dépend du contexte et du type de problème en fonction duquel la notion est invoquée. La frontière, le périmètre d'une entité représentent donc en général quelque chose de flou, la relation d'appartenance pouvant se comprendre de façon plus ou moins restreinte, en distinguant un noyau central et plusieurs couches ou cercles concentriques.

Par ailleurs, très souvent, les entités s'emboîtent les unes dans les autres de façon gigogne : certains éléments sont eux-mêmes des entités bien repérables. Tout comme on parle de « sous-systèmes » pouvant constituer un système global, on peut ici évoquer la notion de « sous-entité » ou d'entité « locale ».

1 Les principaux critères de définition

1.1 Le critère juridique

C'est, en général, le premier critère qui vient à l'esprit pour définir une entreprise en tant qu'entité : une entreprise a généralement une existence légale, en référence à un statut juridique précis, organisé notamment par le droit commercial et le droit des sociétés.

C'est au niveau de cette « entité juridique » que sont établis les comptes individuels, et c'est sur le résultat de cette entité que sera calculé l'impôt sur les sociétés.

Quels sont les éléments qui constituent cette entité ? Peut-on en dresser la liste ? À ce niveau, la notion d'appartenance évoque des aspects essentiellement juridiques.

I■ Les éléments matériels

Les notions de propriété et de patrimoine sont déterminantes. Certains actifs appartiennent à l'entreprise et figurent donc au bilan de cette entreprise. Dans cette optique patrimoniale, on peut définir l'entreprise à partir de la liste des biens qu'elle possède. On connaît les problèmes pratiques posés par cette approche, source de nombreuses « difficultés comptables » : l'exemple le plus célèbre étant certainement celui des biens acquis en crédit-bail, loués et non possédés, et donc exclus du bilan en droit comptable français, qui accorde justement beaucoup d'importance au critère juridique, alors que les Anglo-Saxons privilégient au contraire le principe de prééminence de la réalité économique.

I■ Les personnes

Une entreprise, en tant qu'entité juridique, regroupe toutes les personnes ayant, avec cette entreprise, un contrat de travail qui les place dans une position de subordination par rapport à l'employeur, par opposition à un tiers contractant avec lequel on a des relations commerciales. L'employeur peut en effet exercer sur les salariés un pouvoir hiérarchique.

On connaît, là aussi, les difficultés pratiques d'application. En effet, il est possible de distinguer, dans le personnel d'une entreprise, des statuts très différents, formant plusieurs cercles concentriques.

1.2 Le critère financier

Au-delà des frontières juridiques, l'existence d'un lien financier entre deux sociétés (la participation de l'une dans le capital de l'autre, par exemple) fait que, pour de nombreux problèmes de stratégie, l'autonomie apparente est perçue comme un leurre, comme une sorte de fiction qu'il convient de dépasser pour définir l'entité pertinente.

Quand une société exerce un contrôle financier sur d'autres sociétés, c'est au niveau du groupe ainsi constitué qu'il faut raisonner, en établissant par exemple des comptes consolidés qui vont donner une image de la situation financière d'ensemble.

Dans ce cadre, le terme de « périmètre de consolidation » illustre parfaitement la notion de frontière de l'entité. Appartiennent au périmètre de consolidation, et font donc partie de l'entité « groupe », l'ensemble des filiales qui sont sous le contrôle financier de la société mère.

Cette notion de contrôle financier est une question de fait qu'il faut distinguer du problème de la propriété au sens juridique, et qui dépend des mécanismes de prise majoritaire de décision dans les organes d'administration.

En effet, tout en ne possédant qu'une petite partie du capital d'une filiale, la mère peut exercer un pouvoir de contrôle, par exemple indirectement par le biais d'une société intermédiaire. Tout dépend de l'organigramme financier du groupe. Il faut en effet distinguer le pourcentage de participation (qui exprime la propriété) du pourcentage de contrôle. À la limite, par une cascade de sociétés holdings et sous-holdings, la tête de groupe peut contrôler un empire économique en n'en possédant qu'une infime partie.

Par ailleurs, dans certains cas, même minoritaire, c'est-à-dire en contrôlant moins de 50 %, une société peut exercer un contrôle « de fait », lorsque le reste du capital est très atomisé par exemple.

La mise en évidence de l'entité « groupe », englobant des sous-entités « sociétés », permet d'illustrer la relativité du caractère interne ou externe d'un élément.

Notons que cette conception du contrôle financier, qui repose sur la participation capitalistique et qui est retenue comme le fondement de la nécessité d'établir des comptes consolidés, doit être complétée pour tenir compte des situations dans lesquelles un ensemble de sociétés, même sans aucun lien capitalistique, forment une même entité poursuivant les mêmes buts stratégiques. On parle alors non pas de comptes consolidés, mais de comptes combinés.

1.3 Le critère organisationnel

Indépendamment de tout contrôle financier, les relations entre entreprises juridiquement autonomes peuvent être organisées avec une permanence suffisamment importante pour que l'on puisse définir une autre forme d'entité : le réseau.

EXEMPLE

Dans certains secteurs, comme celui de l'industrie automobile, gravitent, autour d'une firme centrale, de très nombreux sous-traitants, indépendants juridiquement et financièrement, mais qui constituent de véritables satellites dont l'existence et la survie dépendent en grande partie de la stratégie du constructeur.

De la même façon, dans un réseau de franchise, les franchisés sont généralement des PME juridiquement et financièrement autonomes du franchiseur, appartenant à des petits commerçants « indépendants ». Mais c'est au niveau du réseau qu'il faut se situer pour apprécier la stratégie commerciale.

Dans ces exemples, c'est le critère organisationnel qui prédomine, sous des aspects essentiellement logistiques et informationnels : la répartition et la coordination des tâches s'effectuent de façon centralisée.

Notons que, dans certains cas, la constitution du réseau est à l'initiative d'une forme centrale qui, de fait, exerce une certaine forme de domination sur les satellites : on parle alors de réseau « centré ».

Par contre, dans d'autres cas, cet effet de domination n'existe pas, dans la mesure où la constitution du réseau résulte d'une démarche collective, dans le cadre d'une relation coopérative. Sous des formes et des appellations variées (alliance, partenariat, etc.), on assiste à la mise en place d'une stratégie conjointe, et on parle de réseau « multipolaire ».

Par ailleurs, et ceci est très important, le critère organisationnel peut également jouer au niveau interne. Par exemple, au sein d'une entité juridique donnée, on peut définir des sous-ensembles ayant suffisamment d'autonomie pour être qualifiés d'entités (par exemple,

les « divisions » dans une grande entreprise diversifiée). De la même façon, dans un groupe financier, on peut avoir intérêt à définir plusieurs niveaux de consolidation et des « sous-groupes » regroupant des filiales œuvrant dans un même domaine d'activité stratégique.

2 La gestion stratégique du périmètre

2.1 Les problèmes à résoudre

Ce qui caractérise une entité, c'est le fait qu'elle constitue une « zone d'influence » sur laquelle un centre stratégique peut exercer son pouvoir de décision.

Concrètement, cet exercice du pouvoir concerne :

■ *L'étendue de la chaîne de valeur sur laquelle l'entité veut exercer son activité*

On sait que cette chaîne de valeur regroupe des activités opérationnelles, liées au cycle d'exploitation et concernant les différentes phases du processus industriel (conception, approvisionnement, production, distribution, etc.) et des activités de support (administration, gestion des ressources humaines, contrôle de gestion, etc.) souvent qualifiées de « transversales ».

Si un élément de cette chaîne de valeur est jugé important au plan stratégique, il faut le conserver en interne. Sinon, on peut envisager de l'externaliser.

EXEMPLE

Ceci est à mettre en relation avec la notion de périmètre de l'entité : si, par exemple, un industriel considère que la distribution ne fait pas partie de son métier, il n'intégrera pas la distribution dans sa chaîne de valeur, et passera par exemple par des grossistes pour écouler ses produits. Il aura avec ces grossistes des relations « marchandes » classiques, ces grossistes étant des tiers extérieurs au périmètre de l'entité.

■ Le mode de contrôle sur les activités

On touche ici aux aspects essentiels du management.

Pour les activités considérées comme faisant partie de la chaîne de valeur, et sur lesquelles on veut « garder la main », il faut décider du mécanisme de contrôle que l'on veut privilégier.

On a le choix entre plusieurs possibilités :

- Effectuer directement ce contrôle par la voie hiérarchique : c'est ce qui se passe généralement dans une PME, où le patron dirige personnellement l'ensemble des opérations.
- Décentraliser en interne au sein de la même entité juridique : c'est ce qui se passe dans une entreprise d'une taille relativement importante, quand on décide de créer des centres de profit, des agences, des divisions, etc. Il peut bien évidemment y avoir plusieurs niveaux de décentralisation des responsabilités au sein d'une même entité juridique.
- Externaliser dans une entité juridique autonome, tout en conservant le contrôle par le biais financier, en créant une filiale, par exemple, ou en prenant une participation importante (chez un fournisseur ou un client, par exemple).
- Confier la tâche à un partenaire extérieur, juridiquement et le plus souvent financièrement indépendant, mais avec lequel on entretient des relations contractuelles très étroites, dans le cadre d'un réseau (stratégies d'impartition, telles que la sous-traitance ou la concession).
- Partager le contrôle avec un allié, en gérant conjointement un programme de coopération sur un point précis ou dans le cadre d'un accord global.

On comprend que ces différentes pratiques s'inscrivent dans le cadre de frontières de plus en plus éloignées et floues de l'entité.

2.2 Les manœuvres stratégiques d'intégration et d'externalisation

À un moment donné, l'ensemble des décisions stratégiques antérieures concernant la gestion du périmètre associé à la chaîne de

valeur se traduit par une certaine configuration concentrique de l'entité.

Des manœuvres stratégiques vont pouvoir être décidées :

- du centre vers la périphérie : filialisation, essaimage, conclusion d'un contrat de sous-traitance, vente, apport partiel d'actif ;
- de la périphérie vers le centre : fusion absorption, rachat, prise de contrôle.

Notons le caractère un peu « hybride » des stratégies de partenariat ou d'alliance qui permettent, d'un certain point de vue, d'internaliser tout en externalisant.

2.3 L'approche théorique du choix de la manœuvre

Faut-il internaliser ou externaliser ? Du point de vue théorique, tout dépend de la structure des coûts, en particulier des coûts de transaction et des coûts d'agence.

■ *L'approche par les coûts de transaction*

Pour chaque segment de la chaîne de valeur, l'entreprise a le choix entre deux attitudes extrêmes. Par exemple, pour la distribution de ses produits, elle peut :

- Soit passer un contrat avec une autre entreprise dans le cadre du droit commercial classique, c'est-à-dire passer par le marché. Ainsi, un industriel peut ne pas effectuer lui-même la distribution de ses produits, mais les vendre à un grossiste.
- Soit prendre en charge directement le marketing des produits, en mettant en place une structure commerciale, un ensemble de succursales de vente, par exemple. Ces succursales devront alors être gérées comme tous les autres services, en faisant appel en interne à des relations hiérarchiques.

Ces différentes possibilités n'entraînent pas du tout les mêmes types de coûts. À la passation de ces contrats est associée la notion de « coûts de transaction », engagés du fait de la négociation de contrats commerciaux. Il faut approcher les tiers concernés, négocier, convaincre, assurer le suivi des contrats, et surtout affronter les

contentieux qui ne manqueront pas de naître du fait de la réalisation imparfaite des contrats ou de la mauvaise foi des contractants.

Par exemple, si l'entreprise passe par un grossiste, celui-ci pourra prétendre que les marchandises étaient de mauvaise qualité et refuser de payer. Il faudra aller devant le tribunal, régler les honoraires d'un avocat. Ou bien le distributeur pourra, par exemple, utiliser les produits comme « produits d'appel » en cassant les prix, ce qui peut ruiner toute la stratégie commerciale de l'industriel.

En revanche, si l'entreprise prend elle-même en charge l'activité de distribution, ces coûts de transaction seront réduits, puisqu'on peut donner des ordres aux employés des services commerciaux. Donc, si l'entreprise anticipe des coûts de transaction élevés, elle préférera renoncer aux facilités du marché et se lancera plutôt dans une stratégie de développement interne, d'intégration verticale, d'investissement, en créant son propre réseau de distribution.

■ *L'approche par les coûts d'agence*

Par contre, si l'on décide de faire directement, et de mettre en place une organisation hiérarchique, on supprime certes des coûts de transaction, mais on augmente par ailleurs les coûts d'agence, c'est-à-dire les coûts d'organisation, d'administration et de contrôle.

L'entrepreneur ne peut pas tout faire lui-même : il est obligé de déléguer une partie de ses responsabilités et de son pouvoir de décision à des agents, des fondés de pouvoir plus ou moins autonomes.

Plus l'entreprise grandit et plus elle incorpore de fonctions (étendue de la chaîne de valeur et du périmètre de l'entité), plus ces fondés de pouvoir sont nombreux et puissants.

EXEMPLE

L'intégration de la fonction de distribution, par la mise en place d'un réseau de succursales de vente, suppose la nomination de gérants chargés d'assurer la gestion quotidienne des points de vente. Nous sommes dans le cas d'une « relation d'agence » : un « principal » (l'entrepreneur) délègue à un agent une responsabilité.

Or, cet agent peut avoir un comportement opportuniste. Il peut, par exemple, faire passer en frais généraux des dépenses personnelles ou détourner une partie du chiffre d'affaires. Il faut donc le contrôler, par exemple en mettant en place des procédures de contrôle de gestion. Ce sont les pertes occasionnées par ces comportements opportunistes, ainsi que le coût des procédures de contrôle, qui constituent les coûts d'agence.

Notons que, dans les grandes entreprises, les dérives bureaucratiques peuvent créer de l'inefficacité et de l'incapacité à contrôler le bon fonctionnement, ce qui peut être assimilé à des coûts d'agence.

Si l'entreprise anticipe des coûts d'agence faibles, elle n'hésitera pas à internaliser et à mettre en place des procédures de contrôle interne simples, afin de dissuader les comportements opportunistes. En revanche, si elle anticipe des coûts d'agence élevés, elle cherchera à éviter le problème en externalisant l'activité.

■ *Le croisement des deux approches*

Si l'entreprise anticipe des coûts de transactions élevés et des coûts d'agence faibles, elle aura intérêt à internaliser l'activité concernée : le marché sera jugé « inefficent » et on aura plutôt recours à la hiérarchie. Elle se lancera dans des manœuvres d'intégration verticale (en amont ou en aval), cherchera à maîtriser une chaîne de valeur large et tendra à devenir une grande entreprise intégrée, assurant elle-même toutes les fonctions.

Dans l'optique des tenants de l'économie des coûts de transaction, ceci explique la tendance au développement des grandes entreprises et l'apparition des grandes firmes managériales, au détriment des petites entreprises gérées par des entrepreneurs individuels.

À l'inverse, si l'entreprise anticipe des coûts de transaction faibles et des coûts d'agence élevés, elle aura intérêt à éviter l'intégration en externalisant une partie de ses activités. Elle se spécialisera sur un noyau dur, son « cœur de métier », lui permettant de valoriser ses compétences spécifiques.

Le problème est maintenant de savoir ce qui se passe si l'on anticipe à la fois des coûts de transaction et des coûts d'agence

élevés. L'entreprise est, dans ce cas, un peu « coincée » : elle ne peut pas franchement intégrer (car les coûts d'agence seraient prohibitifs, le contrôle serait coûteux et inefficace), ni franchement externaliser (à cause des coûts de transaction).

C'est dans ce cas de figure que l'entreprise cherchera, en général, à mettre en œuvre une solution mixte, hybride, qui prendra la forme d'une stratégie conjointe avec un ou des partenaires, afin de pouvoir jouer sur des complémentarités. Dans notre exemple, pour la distribution de ses produits, l'entreprise peut opter pour la constitution d'un réseau de concessionnaires exclusifs ou de franchisés. Dans ce cas, la fonction de distribution est « quasi externalisée », et confiée à des entrepreneurs indépendants, qui apporteront à la gestion des points de vente tout leur dynamisme entrepreneurial. On échappera ainsi aux coûts d'agence bureaucratique. Mais par ce biais, le franchiseur ou le concédant conserve, pour une large part, le contrôle de la stratégie commerciale.

Voici un autre exemple, concernant la fonction de conception des nouveaux produits. L'entreprise qui n'aurait pas à un moment donné toutes les compétences pour assurer cette phase amont dans la chaîne de valeur peut :

- recourir purement et simplement au marché, par exemple en achetant un brevet ou en passant commande de l'innovation à un bureau d'études ;
- investir en interne, en constituant un laboratoire de recherche et en embauchant des chercheurs, par exemple ;
- mener une action conjointe en partenariat avec une autre entreprise ou avec un laboratoire universitaire lui apportant une complémentarité de compétences.

Notons que de nombreuses manœuvres stratégiques liées à la gestion de l'entité, et que l'on peut analyser en termes d'intégration ou d'externalisation, sont réalisées de manière « capitaliste ». Par exemple, le rachat d'un concurrent, une fusion, une absorption sont des intégrations capitalistes, qui peuvent s'effectuer à différents niveaux des cercles concentriques définissant les entités.

À l'inverse, on peut vendre un département, opérer un apport partiel d'actif ou se désengager financièrement d'une filiale.

Section 2 TYPOLOGIE DES STRATÉGIES CONJOINTES

Le développement des stratégies conjointes, c'est-à-dire des stratégies de coopération, de collaboration entre les entreprises, semble avoir pris une importance considérable au cours des dernières décennies, au point que le phénomène apparaît comme l'une des caractéristiques du monde contemporain. Ces stratégies sont très diverses et ont été étudiées par de nombreux auteurs sous des noms différents. Un effort de classification s'impose donc.

1 Les deux critères principaux de classification

1.1 Le critère économique

Les stratégies conjointes peuvent tout d'abord être différenciées en fonction des objectifs économiques poursuivis. On distingue dans cette optique des stratégies d'optimisation et des stratégies de développement.

■ Les stratégies d'optimisation

Dans certains cas, l'objectif des entreprises qui coopèrent dans un projet commun n'est pas de développer une nouvelle activité, mais de mieux organiser l'activité existante (la chaîne de valeur) en répartissant les rôles de façon plus profitable pour tout le monde – de façon plus optimale, comme disent les économistes.

Concrètement, les différents membres du réseau ainsi constitué « redistribuent les cartes » et se spécialisent sur l'un des segments de la chaîne de valeur. La stratégie de collaboration s'inscrit alors dans une logique économique de maximisation des profits joints, ce qui suppose une grande confiance entre les membres du réseau, une certaine pérennité et une continuité des relations dans le temps. Par exemple, plusieurs sociétés commerciales peuvent décider de mettre en commun leur fonction d'approvisionnement, en collaborant au sein d'une centrale d'achat.

Dans cet exemple, on voit qu'il n'y a pas d'innovation, ni d'activité nouvelle : chaque membre de la centrale effectuait auparavant ses

propres achats, et le fait de réserver cette fonction à la centrale ne change pas fondamentalement la nature des tâches à effectuer concernant cette fonction d'approvisionnement. Il s'agit toujours de prospecter les différents fournisseurs, de négocier les prix, de passer des commandes, éventuellement de gérer des entrepôts, etc. Mais le fait de réaliser ces tâches en commun permet, par exemple, de traiter de plus gros volumes, et donc de négocier avec les fournisseurs des conditions plus avantageuses, par exemple des prix plus bas, ou des taux de remise supérieurs.

I ■ Les stratégies de développement

À l'opposé, l'objectif de l'action commune peut être de se lancer dans une nouvelle activité (développer un nouveau produit, mettre au point une nouvelle technologie ou un nouveau concept, conquérir ensemble un nouveau marché), nouvelle activité que chacun des membres de l'accord aurait beaucoup de mal à développer en solo, par manque de compétences, de moyens financiers, de temps, etc. La logique, ici, est une logique d'innovation, rendue possible grâce à la réunion de moyens ou de compétences complémentaires. Autrement dit, sans accord de partenariat entre les différents membres, l'innovation aurait beaucoup plus de mal à se concrétiser. Dans ce cas, la coopération est en quelque sorte une condition nécessaire. Il ne s'agit pas de mieux faire en gagnant plus : c'est plutôt du « tout ou rien ».

Ces relations partenariales permettent à des entreprises de secteurs très différents de se lancer dans de nouvelles activités « hybrides » qu'aucune ne saurait maîtriser dans un délai raisonnable en agissant en solitaire.

EXEMPLE

Une société de téléphonie et une société d'informatique peuvent collaborer pour mettre au point des produits ou des systèmes télématiques. Une société d'informatique et une société de construction peuvent collaborer dans la domotique (les immeubles « intelligents » qui incorporent des fonctions de régulation pour la sécurité, la surveillance, ou encore le chauffage). Une banque et une société d'assurances peuvent collaborer pour définir des produits de bancassurance.

1.2 Le critère juridique

Les stratégies conjointes peuvent également être différenciées du point de vue des modalités juridiques permettant d'organiser la coopération. Le clivage essentiel concerne la création ou non d'une entité juridique autonome nouvelle pour porter la coopération. On distingue dans cette optique des stratégies contractuelles et des stratégies génériques.

■ *Les stratégies contractuelles*

Dans certains cas, c'est par la conclusion d'un contrat spécifique, adapté à l'objet de la collaboration, que le projet se réalise. Chaque entreprise reste une entité juridique autonome et il n'y a pas de création d'une nouvelle entité. Mais, sur les plans économique et managérial, les relations sont organisées dans le cadre d'un contrat dont les implications vont beaucoup plus loin que les simples relations marchandes classiques. On organise des relations durables fondées sur la confiance et une certaine communauté d'intérêt, non pas simplement à court terme, mais à moyen et long termes.

Notons que ce type de contrat, même s'il est fort et engage l'avenir des cocontractants, reste réversible. Par opposition, les stratégies génériques sont beaucoup moins réversibles.

■ *Les stratégies génériques ou « instituanes »*

La collaboration peut aller beaucoup plus loin et se traduire par la création d'une entité nouvelle, pouvant prendre la forme, par exemple, d'une filiale commune, d'un groupement d'intérêt économique (GIE) ou d'une coopérative.

Cette nouvelle entité va se substituer aux membres de l'alliance en prenant en charge une partie des relations avec l'environnement. Ce phénomène d'intermédiation entre les membres de l'action conjointe et le marché fait que la nouvelle entité gagne en autonomie et finit par développer sa propre stratégie : elle peut avoir tendance à échapper au contrôle de ses créateurs. Comme tout organisme, elle aura tendance à privilégier avant toute chose son existence, sa survie et son propre développement au détriment des alliés. La situation est donc beaucoup moins réversible.

2 Le croisement des deux critères économique et juridique

Nos deux critères peuvent être croisés et nous obtenons la matrice typologique suivante :

Critère économique Critère juridique	Stratégies d'optimisation	Stratégies de développement
Stratégies contractuelles	Stratégies d'impartition	Stratégies de collaboration partenariale
Stratégies génériques	Stratégies quasi syndicales	Stratégies d'intégration

2.1 Les stratégies d'impartition

Les stratégies à la fois contractuelles et d'optimisation sont des stratégies classiques abondamment étudiées dans la littérature sous le terme d'impartition. Les réseaux de sous-traitance, de concession, de franchise, entrent dans cette catégorie.

C'est dans ce type de stratégie que l'aspect alliance est le moins marqué : on est très près des relations marchandes ou commerciales classiques et la relation est très réversible. Le concessionnaire ou le franchisé peuvent assez facilement changer de réseau. Par ailleurs, dans ce type de réseaux, il y a souvent un « gros » et des « petits », et donc une asymétrie de pouvoir et des effets de domination. Beaucoup de sous-traitants, par exemple, sont très dépendants de leur donneur d'ordre. L'indépendance juridique et l'autonomie des membres qui est proclamée ne résistent pas toujours à l'analyse et peuvent être sources de conflits, avec parfois des prolongements judiciaires. Par exemple, il arrive qu'un franchiseur ait avec ses franchisés des conflits assez proches de ceux que l'on observe entre « patron » et employés salariés, et que les tribunaux « requalifient » certains contrats de franchise en contrat de travail. Dans certains cas, le « montage » juridique peut apparaître comme le moyen d'échapper aux dispositions assez contraignantes du droit du travail.

Mais il n'en demeure pas moins que, dans le cadre d'un contrat d'impartition, dans une très large mesure, les partenaires lient leur

destin, et la pérennité du réseau repose sur une bonne dose de confiance et de partage bien compris des intérêts de tous.

Notons que le fait d'inclure certaines stratégies d'impartition comme la sous-traitance dans le champ d'analyse des stratégies conjointes suppose une conception assez large de la notion d'alliance, qui n'est pas partagée par tous. Il faut certainement nuancer en reconnaissant le fait qu'il existe une très grande diversité de situations et un certain continuum entre des relations purement commerciales et de véritables stratégies de collaboration.

EXEMPLE

Par exemple, dans le domaine de la sous-traitance, il y a un monde entre la sous-traitance classique, où le sous-traitant est choisi en tant que moins-disant en matière de prix après une procédure d'appel d'offres, pour une commande ponctuelle, et la sous-traitance partenariale dans laquelle le sous-traitant est associé à la conception du produit ou du composant et est assuré d'un flux régulier de commandes pour plusieurs années, dans le cadre d'un contrat à moyen terme qui lui permet d'amortir, de rentabiliser des investissements spécifiques. C'est évidemment à cette deuxième forme que nous nous référons ici.

2.2 Les stratégies quasi syndicales

Les stratégies à la fois génériques et d'optimisation peuvent être qualifiées de « quasi syndicales », par analogie avec le comportement d'individus qui se regroupent pour défendre collectivement leurs intérêts. En effet, les entreprises qui se regroupent pour agir en commun adoptent le même type de comportement que celui des ouvriers qui fondent un syndicat. La logique à l'œuvre tient évidemment au fait que « l'union fait la force ».

L'exemple classique est celui des coopératives. Des vignerons, par exemple, se regroupent pour vinifier en commun leur production et la commercialiser, souvent sous une marque commune.

Notons que, très souvent, le regroupement dans une structure coopérative suppose une « proximité » culturelle, tenant à certains facteurs psychologiques ou sociologiques, qui ressemblent

beaucoup à la proximité idéologique entre les militants dans le cadre du syndicalisme. Tout comme on trouve des syndicats plongeant leurs racines militantes dans une tradition plutôt chrétienne, ou au contraire socialiste ou communiste, la plupart des coopératives regroupent des adhérents partageant les mêmes valeurs. C'est cette proximité culturelle et idéologique, faite de valeurs partagées, qui est à la base de la confiance servant de « ciment organisationnel » et qui explique souvent la création et la pérennité de ces structures.

2.3 Les stratégies de collaboration partenariale

Les stratégies contractuelles de développement mettent en avant la notion de partenariat. Elles visent généralement à développer en commun un nouveau produit ou une nouvelle technologie, dans une structure de type « projet » regroupant des collaborateurs détachés temporairement par leur entreprise d'origine pour travailler à une réalisation spécifique.

Dans certains secteurs, ce type de collaboration partenariale est très fréquent, l'activité des entreprises étant essentiellement constituée par une suite de projets de ce type.

EXEMPLE

Par exemple, dans le domaine de la production cinématographique, la plupart des films sont en fait des « coproductions » qui regroupent plusieurs producteurs, mais aussi et surtout plusieurs chaînes de télévision. Il suffit, au cinéma, de lire une fois attentivement le générique d'un film pour s'en convaincre. De la même façon, dans le domaine de la prospection pétrolière, plusieurs compagnies peuvent s'associer pour supporter en commun le coût des forages. Ce type de pratique s'explique généralement par la nécessité de partager, de « mutualiser » les risques (le film peut être un échec et ne pas trouver son public ; le forage peut être infructueux).

Mais c'est surtout, et de plus en plus, dans le domaine de la technologie que l'on observe le phénomène, avec le développement des domaines hybrides et la recherche de la complémentarité des

compétences évoquée plus haut. Dans la littérature des sciences de gestion, la recherche sur les « alliances technologiques » est devenue un thème majeur. Souvent, ces collaborations partenariales technologiques associent des entreprises, mais aussi des institutions publiques de recherche (des laboratoires universitaires) ou des organismes spécialisés comme l'Anvar (Agence nationale pour la valorisation de la recherche).

2.4 Les stratégies d'intégration

Enfin, les stratégies génériques de développement, que l'on peut qualifier de stratégies d'intégration, évoquent des situations pratiquement irréversibles, à moins de pratiquer une liquidation des actifs correspondants. Ces situations sont le plus souvent des situations de « non-retour » qui, dans une certaine optique, ressemblent beaucoup à des fusions, et qui dans certains cas, finissent par se terminer en véritables fusions.

Comme nous l'avons évoqué plus haut, l'action conjointe va ici beaucoup plus loin que le simple flirt et donne naissance à un enfant qui vient complètement bouleverser les stratégies et les relations entre alliés.

Le mécanisme d'intégration débouche sur la constitution d'un ensemble, d'une entité fonctionnant comme un groupe multipolaire, les intérêts des membres de l'alliance étant inextricablement mêlés.

Section 3 TYPOLOGIE DES ALLIANCES STRATÉGIQUES

1 Les partenariats entre firmes non concurrentes

On part de l'idée qu'à partir de sa situation actuelle, une entreprise peut prendre trois grandes orientations stratégiques :

- la diversification ;

- l'intégration verticale ;
- l'internationalisation.

Ces trois grandes orientations stratégiques peuvent s'effectuer de manière classique, c'est-à-dire en solitaire, ou par le biais d'une alliance. Dans cette optique, nous distinguons :

- les accords intersectoriels ;
- les partenariats verticaux ;
- les joint-ventures de multinationalisation.

1.1 Les accords intersectoriels

Ils correspondent aux partenariats dans une nouvelle activité hybride étudiée plus haut. Au départ, par exemple dans la domotique, il n'y a aucune concurrence entre une entreprise de génie civil et un constructeur d'ordinateurs. Un partenariat pour le développement de systèmes informatisés de régulation, qui seront d'emblée intégrés dans le plan des immeubles, suppose une complémentarité de compétences permettant de développer de nouvelles activités. Les réalisations pratiques sont néanmoins quelquefois décevantes par rapport aux ambitions initiales ; par contre, si cela fonctionne, les relations entre les alliés peuvent évoluer de façon conflictuelle, chacun voulant « tirer la couverture à lui » et s'approprier la nouvelle activité. Si l'on a créé une filiale commune, par exemple, il arrive fréquemment que, après une période de conflits, l'un des partenaires abandonne et revende sa participation à l'autre.

1.2 Les partenariats verticaux

Ils correspondent essentiellement aux relations avec les sous-traitants, quand on a avec ce type de fournisseurs une relation de longue durée avec une importante intégration logistique. Ce type de relation induit une redéfinition des chaînes de valeur et une modification de la valeur ajoutée au sein de l'ensemble de la filière. L'évolution va vers une épuration et une concentration du secteur amont, dans la mesure où le développement de relations partenariales suivies et confiantes avec les sous-traitants suppose une réduction importante de leur nombre.

EXEMPLE

Dans l'automobile, pour la fabrication d'une pièce, au lieu de faire jouer la concurrence entre plusieurs dizaines de fournisseurs, on en sélectionne trois ou quatre avec lesquels on développe un véritable partenariat. Notons que le mouvement de certification tend à accélérer ce processus.

1.3 Les joint-ventures de multinationalisation

Elles constituent en fait un cas particulier, mais suffisamment important en pratique pour être présenté comme une catégorie à part.

Pour pouvoir pénétrer un marché étranger, par définition éloigné, mal connu, il est très difficile de procéder seul : on ne connaît pas les usages, la législation, on n'a pas de contacts, etc.

En pratique, il faut trouver un partenaire local qui connaîtra bien le milieu et sera capable « d'ouvrir les portes ». Vouloir partir seul à l'assaut (commerciallement parlant) d'un pays asiatique, par exemple, est en général suicidaire. La pratique courante est celle de la « filiale 50-50 », avec un partenaire avec lequel on partage les bénéfices.

2 Les alliances stratégiques entre firmes concurrentes

Trois formes d'alliances peuvent être distinguées. Si les actifs ou les compétences apportés par les entreprises alliées sont différents, on parle d'alliance de complémentarité ou d'alliance complémentaire.

Dans le cas contraire, si les actifs ou compétences apportés sont similaires, tout dépend de la nature du ou des produits fabriqués *in fine* par les alliés :

- Si chacun des alliés garde ses produits spécifiques, l'alliance est qualifiée de co-intégration.
- Par contre, si l'*output* de l'alliance est finalement un même produit commun, on est devant un phénomène de pseudo-concentration.

2.1 Les alliances complémentaires

Il y a alliance de complémentarité lorsque, sur un marché où elle est déjà implantée, une firme commercialise un produit développé totalement ou en partie par une entreprise concurrente.

La complémentarité des apports évite à chaque partenaire d'investir dans des actifs identiques à ceux de l'autre.

2.2 Les alliances de co-intégration

Elles réunissent des firmes concurrentes qui fabriquent et vendent des produits concurrents, développent et/ou fabriquent en commun un élément ou un composant standardisé qui sera intégré dans leurs différents produits. Le but est d'atteindre la taille critique sur une fonction sans faire appel à un fournisseur extérieur, de réaliser des économies d'échelle et d'optimiser les coûts.

Par exemple, deux ou plusieurs constructeurs automobiles décident de développer en commun un nouveau moteur. Ou bien, deux constructeurs informatiques décident de fabriquer en commun un même composant.

Il faut bien comprendre que, dans ce type d'alliance, la concurrence subsiste de manière féroce sur le produit final ! D'où une situation un peu paradoxale, les constructeurs ayant tour à tour la casquette d'ami ou d'ennemi. Ce type d'alliance montre l'extrême complexité et l'ambiguïté des relations économiques.

2.3 Les alliances de pseudo-concentration

Dans ce cas de figure, qui rejoint les stratégies d'intégration développées plus haut, un consortium d'entreprises (au départ concurrentes) développe, fabrique et commercialise un produit commun.

La concurrence, qui peut continuer sur d'autres produits, disparaît donc sur ce produit commun. Ce type d'alliance est très fréquent dans certains secteurs tels que l'armement ou l'aérospatial. Le projet est souvent découpé en sous-ensembles dont le développement et la production sont répartis entre alliés, et la commercialisation peut être confiée à une filiale commune.

Section 4 LES MOTIVATIONS DES FUSIONS ACQUISITIONS

1 La réalisation des synergies

Ici le rapprochement entre deux entreprises permet de réduire les coûts ou d'augmenter les ventes de la nouvelle entité. La création de valeur suppose que le gain associé à l'opération dépasse les coûts spécifiques à l'opération.

La réalisation des synergies opérationnelles résulte du regroupement de certaines activités, d'une amélioration de la production, de la mise en commun d'actifs, de la combinaison de ressources complémentaires, d'effets d'expérience liés au savoir propre à chaque entreprise.

Les synergies opérationnelles se produisent lors d'opérations d'intégration verticale ou horizontale.

Une opération d'intégration verticale implique la prise de contrôle d'une activité en amont ou en aval de l'activité de l'acquéreur. Il s'agit de contrôler les approvisionnements, d'améliorer la coordination des activités, de s'accaparer les marges réalisées par les clients ou les fournisseurs, de réaliser des économies d'échelle, d'accroître le pouvoir de marché.

Une opération d'intégration horizontale repose sur le rapprochement de deux sociétés qui opèrent dans le même secteur d'activité. L'objectif est souvent de réaliser des économies d'échelle ou d'accroître le pouvoir de marché.

Une opération conglomerale est rarement créatrice de synergies opérationnelles. Elle concerne des entreprises sans lien spécifique il s'agit d'une volonté de diversification.

Dans certains rapprochements nous pouvons observer une recherche de synergies financières. Une complémentarité existe en termes de financement notamment entre deux entreprises se trouvant à des cycles de vie différents.

Une entreprise en déclin ou à maturité peut dégager de flux de trésorerie important non absorbés par ses investissements.

Une autre entreprise en croissance devra réaliser de nombreux investissements sans disposer de la trésorerie nécessaire.

Les excédents de trésorerie des uns financeront les projets des autres.

2 La sous-valorisation de la cible

La sous-valorisation de la cible peut résulter d'une inefficience managériale. La prise de contrôle intègre une dimension disciplinaire. La cible est considérée comme mal gérée. Il s'agit ici de changer l'équipe dirigeante, de développer de nouveaux projets, de redéfinir les responsabilités. Mieux gérer, l'entreprise prend de la valeur.

La sous-valorisation de la cible peut résulter d'une asymétrie d'informations. L'initiateur dispose d'informations de plus grande qualité que celles dont disposent les marchés. L'initiateur est plus compétent pour apprécier la valeur de l'entité ; ses compétences, sa capacité d'analyse financière sont plus vastes. Les investisseurs quelconques ne disposent pas d'informations suffisamment actualisées. Il convient d'agir rapidement dans la mesure où l'intérêt porté par l'initiateur à la cible peut conduire l'ensemble des investisseurs à reconsidérer leur évaluation.

Nous pouvons aussi considérer que la valorisation d'ensemble de la cible est inférieure à la valorisation de son patrimoine. Ainsi il est moins coûteux d'acquérir la cible que d'acquérir chaque actif composant son patrimoine. La prise de contrôle permet d'acquérir un patrimoine à un coût faible.

3 Diversification et pouvoir de marché

La diversification est à l'origine de la constitution des conglomérats. En se diversifiant un groupe réduit ses risques. Les bonnes performances d'un secteur d'activité compensent les

mauvaises performances d'un autre secteur d'activité. Toutefois la diversification conglomerale engendre des coûts élevés puisqu'elle induit la mise en place d'une équipe managériale pour le groupe au-delà des équipes managériales pour chaque branche d'activité.

En outre, la diversification conglomerale s'oppose à la diversification des portefeuilles des investisseurs. Pour un investisseur quelconque il est plus opportun de diversifier lui-même son portefeuille plutôt que d'acheter les actions d'un groupe diversifié. L'investisseur atteint une plus grande diversification en investissant dans des sociétés non diversifiées.

Un autre objectif des prises de contrôle repose sur la volonté d'augmenter ses parts de marché. Il s'agit de réduire la pression concurrentielle, voire d'acquérir une position de monopole. Une position dominante permet de fixer des prix élevés sans perte de clientèle. L'augmentation du pouvoir de marché peut résulter d'acquisitions verticales. Une intégration en aval assure ses débouchés. Une intégration en amont sécurise ses sources d'approvisionnement.

L'ESSENTIEL

- Une entité constitue une zone d'influence, un centre stratégique exerçant un pouvoir de décision.
- La chaîne de valeur sur laquelle l'entité exerce son activité regroupe des activités opérationnelles, liées au cycle d'exploitation et concernant les différentes phases du processus industriel, et des activités de support qualifiées souvent de « transversales ».
- Si un élément de cette chaîne de valeur est jugé important au plan stratégique, il est conservé en interne. Dans le cas contraire, on l'externalise. La notion de périmètre de l'entité est en jeu.

Chapitre

2

Les offres publiques

SOMMAIRE

SECTION 1 Les acteurs

SECTION 2 Les mécanismes des offres publiques

SECTION 3 Les offres publiques de retrait

SECTION 4 Les plans anti-offres publiques

L'offre publique d'achat (OPA) ou d'échange (OPE) se définit comme la démarche par laquelle une personne morale ou physique fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société cible qu'elle souhaite acquérir tout ou partie de leurs titres à un prix déterminé.

Le but recherché est la prise de contrôle. C'est un moyen de rapprochement des entreprises, bien que l'opération puisse être fondée sur d'autres motivations : renforcement de contrôle, retrait du

marché, optimisation financière. Les offres publiques sont surtout liées à la nécessité d'avoir une taille critique dans son secteur aux niveaux 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 d'achat ou d'échange par rapport au cours de Bourse, un surprix pour convaincre les actionnaires de la société cible.

Lorsque l'on désire acquérir une société, deux techniques peuvent être envisagées :

- l'acquisition totale ou partielle d'une société non cotée ;
- le rachat sur le marché 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 particulier de rachat de société en liquidation.

Dans le second cas, le rapprochement pourra être réalisé sous une forme soit amicale, soit inamicale (hostile).

À ce deuxième type de technique correspondent des procédures réglementées :

- les procédures d'offre publique d'achat (OPA), d'offre publique d'échange (OPE), d'offre publique mixte avec souvent une offre principale hybride assortie d'une OPA subsidiaire et d'une OPE subsidiaire ;
- l'offre publique d'achat simplifiée ;
- 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 ; elle est fondée sur l'obligation de proposer aux minoritaires les mêmes conditions qu'aux autres actionnaires.

Section 1 **LES ACTEURS**

1 Les actionnaires

Pour autant qu'ils soient actionnaires de la société cible, ce sont souvent les gagnants de ce type de procédure. Il est évident qu'avant toute opération financière, ils font l'objet d'une attention particulière de la part des dirigeants et retrouvent le véritable rôle de partenaires de l'entité. Une politique de relation suivie avec les actionnaires, fondée sur la confiance, est le meilleur gage anti-offres publiques. Ces derniers peuvent, en outre, faire échec à l'offre publique s'ils jugent le prix insuffisant.

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.

La réglementation est particulièrement stricte ; les possibilités de stratégies anti-offres publiques tendent à se développer, privant ainsi les actionnaires d'opportunités de gains.

2 Les salariés

Comme toute prise de contrôle, l'OPA peut être suivie d'une restructuration entraînant pour les salariés des risques de modification des postes et des conditions de travail, et éventuellement la fermeture d'un établissement.

Ce sont des conséquences d'une opération de concentration et de rationalisation qui ne sont pas spécifiques à l'offre publique, mais répondent aux impératifs économiques.

Par ailleurs, dans un souci d'information, le Code du travail a été modifié et précise que :

- en cas de dépôt d'une offre publique d'achat ou d'échange, le chef d'entreprise réunit immédiatement le comité d'entreprise pour l'en informer. Le comité décide s'il souhaite entendre l'auteur de l'offre et peut se prononcer sur le caractère amical ou hostile de l'offre ;
- dans les quinze jours suivant la publication de la note d'information, le comité d'entreprise est réuni pour procéder à son examen et, le cas échéant, à l'audition de l'auteur de l'offre ;
- la société ayant déposé une offre et dont le chef d'entreprise ou son représentant ne se rend pas à la réunion du comité d'entreprise à laquelle il a été invité, ne peut exercer les droits de vote attachés aux titres de la société faisant l'objet de l'offre qu'elle détient ou viendrait à détenir.

3 Les dirigeants

Le risque d'une telle opération est de voir les dirigeants privilégier le court par rapport au long terme, en maintenant le cours des actions à un niveau élevé pour éviter les risques d'offres publiques. Ceci revient à favoriser les opérations qui engendrent une rentabilité importante à court terme, voire à mobiliser toutes les ressources de la société contre l'offre publique et, de ce fait, à limiter les investissements dans des projets stratégiques dont la rentabilité se calcule à long terme.

La crainte que les dirigeants éprouvent à l'égard de l'offre publique découle, en fait, de l'aspect de sanction que prend cette opération. Aujourd'hui, le risque que fait planer la prise de contrôle n'est plus celui de la disparition de l'entreprise en raison d'un manque de compétitivité, mais celui de la destitution des dirigeants suite à un désaveu exprimé par les actionnaires. La valeur de marché d'une entreprise prend alors en considération la compétence et l'efficacité de ses dirigeants. L'offre publique devient ainsi un facteur d'élimination des dirigeants incapables d'assurer un taux normal de rentabilité aux actionnaires. Les offres hostiles se révèlent être un mode de sanction d'une direction incompétente. Les offres publiques inamicales et les raids financiers, bien qu'extrêmement limités en nombre, maintiennent la crainte d'une destitution de l'équipe dirigeante et en stimulent le dynamisme.

Dans la majorité des cas, les dirigeants y voient cependant plus un outil de rapprochement qu'une sanction proprement dite. Toutefois, nous ne pouvons ignorer l'attitude des dirigeants avant tout soucieux de leur carrière.

Section 2 LES MÉCANISMES DES OFFRES PUBLIQUES

Le 18 mars 1992, l'ancien Conseil des bourses de valeurs (CBV) a modifié son règlement général afin de rendre obligatoire l'acquisition de 100 % du capital des sociétés visées par l'offre publique. Autre innovation : cette offre est obligatoire, dans l'hypothèse où l'un des seuils prévus pour lancer une offre publique obligatoire est franchi ; le calcul est effectué par l'addition des positions de groupes se rapprochant dans le cadre d'un concert, indépendamment de l'acquisition nouvelle d'actions ou de droits de vote.

Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) a défini l'action de concert comme étant un accord conclu entre des personnes physiques ou morales en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société.

Le concept d'action de concert a pour objectif la transparence des opérations, notamment afin de déterminer le calcul des franchissements de seuil. Celui-ci comprend non seulement les droits de vote de la personne physique ou morale qui dépose le projet d'offre, mais aussi, et c'est là l'originalité de la loi, ceux des personnes qui agissent « de concert avec elle ». Tout le problème réside dans la définition de l'action de concert lorsqu'elle n'est pas déclarée.

La transparence du marché n'est pas toujours aisée à démontrer et la preuve de l'action de concert ne sera pas facile à apporter. En effet, seul un ensemble d'indices peut laisser penser qu'il y a action dans ce sens. Aussi est-il nécessaire de prendre un certain nombre de précautions, notamment à propos des pactes d'actionnaires, des

comportements lors des assemblées et des interventions sur le marché.

En ce qui concerne les pactes, l'étude de l'action de concert ne se fait pas par l'analyse de chaque clause, mais dans le cadre du pacte dans son ensemble.

Par ailleurs, les actionnaires doivent faire attention à ce que leurs interventions ne permettent pas de penser qu'ils agissent de concert.

1 L'offre publique spontanée

Le déroulement d'une opération est réglementé et s'organise ainsi :

- présentation d'un dossier d'offre irrévocable par un ou plusieurs établissements relevant de la loi bancaire qui doivent garantir financièrement l'exécution des engagements pris par l'initiateur ;
- simultanément et dans certains cas (investissement étranger en France, secteur d'activité sensible tel que la banque, le domaine militaire), dépôt d'une demande auprès d'une instance spécifique ;
- établissement d'une note d'information à faire viser par l'AMF, qui peut, en cas d'opération amicale, être contresignée par les dirigeants de la société visée, faute de quoi ils auront à produire un document spécifique ; l'AMF dispose d'un délai de cinq jours suivant le jour du dépôt pour délivrer son visa ;
- suspension des cotations ;
- reprise des cotations, puis diffusion de la note d'information dans le public après visa de l'AMF ;
- déroulement de l'offre sur, au minimum, vingt-cinq jours de Bourse, et au maximum trente-cinq jours ;
- clôture de l'opération.

La société visée et les personnes agissant de concert avec elle ne peuvent intervenir sur les titres de la société visée, sauf dans le cas d'une OPA où la société visée peut poursuivre l'exécution d'un programme de rachat d'action, si l'assemblée générale a autorisé le programme.

L'initiateur a la faculté de renoncer à son offre en deçà d'un seuil qu'il fixe et dont le Conseil apprécie le niveau. De plus, il peut renoncer à son offre :

- en cas d'offre concurrente par un tiers sur la même société ou de surenchère par un compétiteur déjà déclaré et ce dans les cinq jours suivant l'ouverture de cette offre ou de la surenchère ;
- si la société visée adopte des mesures modifiant sa consistance.

1.1 Intervention sur le marché pendant le déroulement de l'offre

L'initiateur peut agir sur le marché, mais s'il achète à un cours supérieur au prix stipulé dans son offre, celle-ci est revalorisée, ce qui autorise une égalité de traitement entre les actionnaires. Les autres acheteurs n'ont pas de restriction réglementaire particulière à l'encontre de leurs achats. Quels qu'ils soient, les opérateurs détenant ou venant à détenir 5 % des droits de vote de la société doivent publier quotidiennement leurs opérations sur le titre. La même obligation de déclaration s'applique aux personnes qui ont acquis directement ou non, depuis le dépôt du projet, une quantité de titres au moins égale à 0,5 % de son capital.

1.2 Offres concurrentes et surenchères

Les offres concurrentes peuvent être déposées jusqu'à cinq jours de Bourse avant la clôture de l'offre initiale et doivent représenter une surenchère d'au moins 2 % sur le prix, appréciée discrétionnairement par l'AMF. S'il s'agit d'une OPE, les ordres déjà donnés en réponse à l'offre initiale deviennent caducs.

L'initiateur de la première offre, dans les cinq jours de Bourse suivant la publication de l'avis d'ouverture de l'offre concurrente, fait savoir s'il :

- maintient son offre d'origine ;
- abandonne l'offre ;
- en modifie les termes ;
- surenchérit.

1.3 L'offre publique de retrait (OPR)

L'offre de retrait s'entend comme la faculté offerte aux actionnaires de vendre leurs actions, assortie de l'obligation pour le groupe de contrôle de les acquérir. Elle est fréquemment suivie d'un retrait obligatoire.

1.4 L'offre publique simplifiée

Elle correspond essentiellement à quatre cas :

- Le premier cas est une offre de rachat par le groupe de contrôle (offre de renforcement de contrôle).
- Le deuxième cas consiste en une offre d'achat de blocs de contrôle : la procédure de négociation de blocs suppose le désir de prise de contrôle de la société. Elle a une portée plus limitée car elle nécessite l'accord de l'actionnaire qui détient le contrôle.

Il y a garantie de cours lorsque les personnes physiques ou morales, en prenant le contrôle, viennent à détenir directement ou indirectement la majorité du capital ou des droits de vote d'une société. Il appartient au conseil d'administration de la société acquéreuse d'apprécier, dans le cadre d'une analyse multicritère, si une garantie de cours doit être proposée aux actionnaires minoritaires de la société cible. Elle entraîne certaines obligations, et notamment la connaissance de l'identité de l'acheteur et du vendeur, du nombre de titres ayant fait l'objet de la transaction, du cours auquel celle-ci a été réalisée et enfin de la durée pendant laquelle l'acheteur se portera acquéreur en Bourse.

Généralement, les cessions de blocs se réalisent à un prix supérieur au cours boursier. Le problème posé par cette procédure réside dans le fait que l'acheteur risque de voir apparaître la quasi-totalité des titres de la société qu'il sera tenu d'acquérir. Ainsi, tout comme l'offre publique, la négociation des blocs de contrôle doit viser 100 % du capital.

- Le troisième cas concerne une offre limitée à 10 %, notamment pour permettre à la société de racheter ses propres actions. C'est l'assemblée générale des actionnaires, sur proposition du conseil d'administration délibérant à l'unanimité, qui doit autoriser la mise en place de ce programme, définir ses modalités, son plafond et sa durée, qui ne

peut excéder dix-huit mois. Les modalités de rachat peuvent être variées : les actions peuvent être achetées progressivement sur le marché (au fil de l'eau), par bloc hors marché (à un prix égal ou inférieur au cours de Bourse), par offre publique simplifiée ou par l'utilisation de produits dérivés (options d'achat ou de vente).

- Le quatrième cas correspond à une offre d'achat de titres ne donnant pas de droits sur le capital (actions à dividende prioritaire sans droit de vote, certificats d'investissement). On dit de cette offre qu'elle est simplifiée dans la mesure où :
 - elle est réalisée par achats directs sur le marché et peut être centralisée par l'établissement financier présentateur de l'offre ;
 - étant amicale, elle ne donne lieu qu'à l'établissement d'une seule note d'information ;
 - elle peut être limitée à dix jours de Bourse dans le cadre d'une OPA et quinze jours de Bourse dans le cadre d'une OPE, contre vingt dans le cas normal.

Du fait de cette procédure, le prix proposé par l'initiateur ne peut être inférieur (sauf autorisation) à la moyenne des cours (pondérée par les volumes) des soixante dernières bourses précédant l'offre.

Un assouplissement du règlement concernant l'obligation d'information a été apporté. Ainsi, la note d'information soumise au visa de l'AMF peut être établie :

- après la décision du conseil d'administration de lancer le programme de rachat autorisé par l'assemblée ;
- comme précédemment avant l'assemblée générale appelée à autoriser ce programme.

Pour les programmes de rachat limités à 0,5 % des actions, il suffit d'établir un communiqué et de l'adresser à l'AMF au moment de sa diffusion.

2 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 $1/20$, $1/10$, $1/2$ ou $2/3$ du capital d'une société cotée, doit en informer celle-ci dans un délai de quinze 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 deux ans.

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 douze 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.

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 approuvée 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 dix-huit 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 déclarée et dont la publicité a été assurée.

3 Contrôle des opérations d'offre publique

Toutes 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'ils 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.

4 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.

5 Les certificats de valeur garantie (CVG)

Les CVG représentent une garantie de valeur à une date future remise aux personnes qui gardent leurs titres. Sur le marché, les CVG ont leur propre valeur : ils font l'objet d'une cotation.

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. Financièrement, le CVG est proche d'une option de vente. Ainsi, son cours sera d'autant plus élevé que le cours de l'action sous-jacente baisse.

5.1 Le régime fiscal applicable aux CVG

En ce qui concerne les personnes physiques, la législation prévoit que la remise gratuite d'un CVG, dans le cadre de l'offre publique d'échange, n'entraîne, en tant que telle, aucune imposition. Le prix d'acquisition du CVG est considéré comme nul. Le porteur ne sera imposé que lors de l'exercice du CVG ou lors de sa revente. En cas de cession, le profit sera égal à la totalité du CVG (si ce dernier a été attribué gratuitement lors de l'opération d'échange) ou à la différence entre les sommes reçues en espèces et le prix d'acquisition (si le CVG a été acheté après l'opération d'échange).

Pour ce qui est des personnes morales, les CVG doivent être évalués à leur valeur de marché, à chaque clôture d'exercice, et les gains imposés à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

5.2 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.

Dans certains cas, il sera possible de fixer un maximum d'indemnisation. À une indemnisation en numéraire, il est envisageable de substituer une indemnisation par la remise d'actions complémentaires.

Section 3 LES OFFRES PUBLIQUES DE RETRAIT

L'offre publique de retrait est la faculté offerte aux actionnaires de vendre leurs actions, assortie de l'obligation pour le groupe de contrôle de les acquérir.

1 Les cas obligatoires d'une offre publique de retrait

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'offre publique de retrait (OPR) doit être égal à la moyenne des soixante 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, 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.

2 Cas particuliers

À l'occasion d'un événement particulier dans la vie de l'entreprise, 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 :

- 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.

3 Les autres raisons des OPR

Indépendamment de l'aspect obligatoire de l'OPR, on estime que d'autres types de motivations 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.

Section **4** LES PLANS ANTI-OFFRES PUBLIQUES

Les autorités boursières sont favorables aux offres publiques. Toutefois, elles acceptent certaines défenses 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 modifient la répartition du pouvoir.

1 La contre-OPA amicale

Elle est effectuée par un partenaire, avec l'accord de la société visée. Une plus grande complicité est supposée entre le partenaire et la société cible. Les dirigeants acceptent le principe d'une prise de contrôle mais en considérant les qualités de l'initiateur. De nombreux enjeux industriels sont à discuter.

2 Les pactes

Les pactes sont conclus avec des actionnaires ou des partenaires fiables. Ils sont un moyen de déboucher sur des prises de participation amies susceptibles d'être regroupées dans un fonds anti-offres publiques.

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 par 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, et ce, quelles que soient les surenchères ultérieures.

3 Le placement de titres

Le placement d'un pourcentage significatif du capital entre les mains de partenaires amicaux (souvent des établissements financiers) est également un montage utilisé pour contrer des offres publiques.

Ce système entraîne une inégalité de traitement entre les actionnaires et pèse sur le cours de Bourse.

4 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 deux ans au moins (les statuts ne peuvent imposer un délai supérieur à quatre ans pour les sociétés cotées). 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.

Enfin, l'émission d'actions de préférence permet de renforcer les privilèges financiers des uns et les prérogatives politiques des autres au gré des dispositions statutaires

5 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.

6 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 ; de ce fait, la proportion des droits des majoritaires actuels augmente, et les risques d'offres publiques diminuent.

Par des schémas de groupe complexes, des actions de telle holding cotée seront à son propre actif et à celui de filiales contrôlées exclusivement.

7 Le rachat de ses propres actions

La possibilité de rachat de ses propres actions par une société ne pouvait, jusqu'en 1998, se rencontrer que dans trois cas distincts : la réduction de capital non motivée par des pertes, la régularisation des cours et l'attribution aux salariés. Depuis la loi portant sur Diverses dispositions d'ordre économique et financier (DDOEF) les entreprises peuvent, avec l'accord de l'assemblée générale, acquérir 10 % de leur capital en Bourse.

Cette possibilité est très largement utilisée par les groupes cotés. Toutes les grandes structures cotées interviennent sur leurs propres titres. Dans certains cas, il s'agit de la simple volonté de réduire son capital et ainsi de créer un phénomène de rareté. Certains s'interrogent sur l'opportunité de telles opérations. Ne serait-il pas judicieux de

consacrer son trésor de guerre au développement industriel, aux efforts de recherche et d'innovation ?

8 La transformation de la société 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), ces derniers 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.

9 Les autres parades

Pour autant que les statuts de la société soient adaptés, nous pouvons envisager :

- une clause dite de fair price, indiquant que le rachat ne peut être effectué qu'avec l'assentiment des actionnaires ;
- une clause dite de poison pills, dispositif anti-offres publiques 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.

La technique des *crown jewels* peut être employée. Elle consiste à vendre, durant l'offre, ses actifs les plus attrayants. Cela est

réalisé sur la base d'une promesse de vente que la société a préalablement consentie à des amis et qui ne peut être levée qu'en cas d'attaque.

Le rachat « à prix d'or » de la participation acquise par un raider peut également être entrepris.

La plupart de ces montages sont dangereux et même quelquefois impossibles du fait d'une éventuelle requalification, par l'administration, d'abus de biens sociaux, de fautes de gestion ou d'abus de majorité. Il est certain que ces parades dépriment le cours de l'action.

Les techniques anti-offres publiques interdites sont les suivantes :

- les clauses statutaires d'agrément pour les sociétés cotées ;
- les exigences de majorités renforcées en assemblée générale ;
- la surenchère par une société sur une offre publique dont elle serait la cible ;
- les cessions d'actifs essentiels.

ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS

2.1 Société Jackie

Les dirigeants des sociétés Jackie et Banff entendent réaliser un rapprochement entre égaux. Dans un premier temps, la société Jackie lancera une offre publique d'échange sur les titres de la société Banff.

Cinq actions Jackie seront créées pour les deux actions Banff apportées. Cette parité doit représenter une prime d'échange de 40 % pour les actionnaires de la société cible Banff. Le cours en Bourse de l'action Jackie s'établit à 45 €, celui de l'action Banff à 98 €.

Le capital de la société Jackie est composé de 500 000 actions, celui de la société Banff de 200 000 actions. La société Banff distribuera à ses actionnaires un dividende exceptionnel pour équilibrer la parité et gérer la prime d'échange et ce préalablement à tout échange de titres.

Le bénéfice de la société Jackie s'élève à 33 000 000 €, celui de la société Banff à 19 200 000 €. Nous supposons un taux de réponse de 100 %. Le bénéfice net du nouveau groupe représentera 110 % de la somme des bénéfices des sociétés Jackie et Banff du fait des synergies.

■ Travail à faire

- 1 ■ Calculer le dividende exceptionnel versé aux actionnaires de la société Banff.
- 2 ■ Calculer l'effet dilutif de la prime d'échange et effectuer le calcul du transfert de richesse.
- 3 ■ Calculer les effets « dilutif-relutif » sur les BPA.
- 4 ■ Calculer la parité maximum telle qu'il n'y ait pas d'effet dilutif sur le BPA de Jackie, puis de la parité minimum telle qu'il n'y ait pas d'effet dilutif sur le BPA de Banff.

2.2 Société Beach

Pour devenir leader de leur secteur, les sociétés Beach et Zweig se sont rapprochées. La société Beach reprendra la totalité des actions

composant le capital de la société Zweig dans le cadre d'une offre d'échange.

La société Zweig a été valorisée 4 000 000 € pour 200 000 titres, soit 20 € pour un titre.

La société Beach a été valorisée 90 000 000 € pour 500 000 titres, soit 180 € pour un titre, dont 25 000 en auto-détention suite à une offre d'achat sur ses propres titres.

Début N, 200 000 titres Zweig d'une part sont donc échangés contre 25 000 titres Beach puisés sur l'auto-détention et 25 000 obligations remboursables en actions (ORA) d'autre part.

À l'horizon de fin N+1, le TRI des actions Beach obtenues par les anciens actionnaires Zweig doit atteindre 30 % indépendamment des distributions de dividendes, soit un cours de 304,20 €.

Si le cours de l'action Beach était insuffisant fin N+1, la société Beach remettrait aux anciens actionnaires Zweig un lot de titres complémentaires issu d'une incorporation des réserves et ce remboursement des obligations.

Le nombre de titres complémentaires remis sera fonction de l'effet dilutif de la création elle-même des titres gratuits. Le contrôle de la société Beach devient donc fonction du cours en Bourse de l'action.

■ **Travail à faire**

- 1 ■ Déterminer la fraction du capital détenu par les anciens actionnaires Zweig suite à l'échange des titres début N, la prime d'échange en pourcentage qui leur a été accordée et son effet dilutif sur le cours de l'action.
- 2 ■ En supposant que l'action Beach cote 90 € fin N+1, apprécier la fraction du capital détenu par les anciens actionnaires Zweig.
- 3 ■ Déterminer le cours en Bourse de l'action Beach tel que les anciens actionnaires Zweig détiennent 34 % du capital Beach ; vous en commenterez les conséquences.
- 4 ■ Apprécier l'indemnisation à revoir par les anciens actionnaires Zweig pour autant qu'à la date de l'échange des titres, 25 000 certificats de valeur garantie (CVG) leur aient été remis et non 25 000 obligations remboursables en actions (ORA). Vous considérez un prix

d'exercice de 304,20 €, un cours en Bourse de l'action Beach de 90 € deux ans après. L'indemnisation remise sera fonction de l'effet dilutif de l'indemnisation elle-même sur le cours en Bourse.

2.3 Société Havana

La société Havana est composée de 50 000 000 titres cotant environ 84 € pour un nominal de 10 €. Cette société détient ses propres titres à hauteur de 3,6 % du capital avant les différentes opérations financières. La société Havana lancera une offre publique sur les titres de la société Tromso. Le titre Tromso cote dans les 80 €.

Les modalités de l'offre publique sont les suivantes :

- Offre mixte à titre principal

Présenter une action Tromso pour obtenir une action Havana + 16 €.

- Offres subsidiaires
 - Offre d'échange : présenter une action Tromso pour obtenir 1,1905 actions Havana.
 - Offre d'achat au prix de 100 € par action Tromso.

Chacune des deux offres subsidiaires est plafonnée à un nombre d'actions tel que le paiement en actions n'excède pas 5,25 fois le paiement en espèces.

Les actions Tromso apportées à l'offre mixte seront intégralement servies. Au cas où le nombre d'actions Tromso apportées à l'OPE subsidiaire ne serait pas égal à 5,25 fois le nombre d'actions Tromso apportées à l'OPA subsidiaire, un mécanisme de réduction sera mis en place.

Le rapport 5,25 est appelé le ratio cible. Si, au titre des offres subsidiaires, le nombre d'actions Tromso apportées à l'OPE subsidiaire rapporté au nombre d'actions Tromso apportées à l'OPA subsidiaire est supérieur au ratio cible, les actions Tromso apportées à l'OPA subsidiaire seront servies intégralement et le nombre d'actions Tromso apportées à l'OPE subsidiaire sera réduit de telle manière que le ratio soit respecté.

La réduction se fera proportionnellement au nombre d'actions apportées à l'OPE subsidiaire par chaque actionnaire.

Les actions qui ne peuvent être apportées à l'OPE subsidiaire en raison de la réduction proportionnelle susvisée seront réputées avoir été apportées à l'offre principale.

Si, au titre des offres subsidiaires, le nombre d'actions Tromso apportées à l'OPE subsidiaire rapporté au nombre d'actions Tromso apportées à l'OPA subsidiaire est inférieur au ratio, les actions Tromso apportées à l'OPE subsidiaire seront intégralement servies et le nombre d'actions Tromso apportées à l'OPA subsidiaire sera réduit de telle manière que le ratio soit respecté.

Les actions qui ne pourront être apportées à l'OPA en raison de la réduction proportionnelle susvisée seront réputées avoir été apportées à l'offre principale.

Aucune fraction d'action Havana ne peut être émise. En contrepartie de la fraction d'action Havana formant rompu, l'actionnaire Tromso recevra un montant en numéraire égal à cette fraction d'action Havana multiplié par le prix moyen par action Havana résultant de la cession sur le marché, de l'ensemble des actions formant rompu.

Nous supposons un prix de vente moyen de l'action Havana de 84 € pour les rompus.

La société Tromso est composée de 10 000 000 titres cotant environ 80 €.

6 000 000 titres Tromso ont été apportés à l'offre principale.

2 500 000 titres Tromso ont été apportés à l'offre d'échange subsidiaire.

500 000 titres Tromso ont été apportés à l'offre d'achat subsidiaire.

Sur l'année antérieure, le bénéfice de Havana s'élevait à 98 000 000 €, celui de Tromso à 422 000 000 €. Eu égard aux différentes synergies envisagées le bénéfice du nouvel ensemble devrait représenter la somme des deux bénéfices majorée de 25 %.

■ **Travail à faire**

1 ■ Compte tenu des titres présentés aux différentes offres, apprécier les modalités de service et de réorientation et conclure sur l'augmentation de capital à réaliser, sur la sortie de trésorerie

nécessaire et sur le poids des anciens actionnaires Tromso dans le capital de la nouvelle entité.

Avant toute augmentation du capital, la société Havana remettra aux anciens actionnaires Tromso les titres auto-détenus.

2 ■ Calculer la prime de contrôle (prime d'échange ou d'achat) dont bénéficient les actionnaires de la société Tromso.

3 ■ Apprécier l'effet dilutif en pourcentage de cette offre sur le cours de l'action Havana.

4 ■ Déterminer le transfert de richesses entre les actionnaires des deux sociétés.

5 ■ Monsieur Same est propriétaire de 345 titres Tromso. Calculer sa rémunération pour autant qu'il apporte ses titres à l'offre principale, à l'OPE subsidiaire et à l'OPA subsidiaire.

6 ■ Apprécier le bénéfice par action avant et après la réussite de l'offre publique.

2.4 Société Flower

Les dirigeants des sociétés Flower et Mafate entendent réaliser un rapprochement. Le nouvel ensemble sera baptisé Cilaos.

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

Dans un deuxième temps, la société Flower lancera une offre publique sur les titres de la société Mafate. Les modalités de l'offre publique sont les suivantes :

- Offre mixte à titre principal : présenter une action Mafate pour obtenir une action Flower + 27 €.
- Offres subsidiaires
 - Offre d'échange : présenter une action Mafate pour obtenir 1,5 action Flower.
 - Offre d'achat au prix de 81 € par action Mafate.

Chacune des deux offres subsidiaires est plafonnée à un nombre d'actions Mafate tel que le paiement en actions n'excède pas 66,66 %

et le paiement en espèces n'excède pas 33,33 % du total des actions apportées à ces deux offres, soit un rapport deux.

Par contre, les actions Mafate apportées à l'offre mixte seront intégralement servies. Au cas où le nombre d'actions Mafate apportées à l'OPE subsidiaire ne serait pas égal à deux fois le nombre d'actions Mafate apportées à l'OPA subsidiaire, un mécanisme de réduction sera mis en place. Le rapport des deux est appelé le ratio cible.

Si, au titre des offres subsidiaires, le nombre d'actions Mafate apportées à l'OPE subsidiaire rapporté au nombre d'actions Mafate apportées à l'OPA subsidiaire est supérieur au ratio cible, les actions Mafate apportées à l'OPA subsidiaire seront servies intégralement et le nombre d'actions Mafate apportées à l'OPE subsidiaire sera réduit de telle manière que le ratio soit respecté. La réduction se fera proportionnellement au nombre d'actions apportées à l'OPE subsidiaire par chaque actionnaire.

Les actions qui ne peuvent être apportées à l'OPE subsidiaire en raison de la réduction proportionnelle susvisée seront réputées avoir été apportées à l'offre principale.

Si, au titre des offres subsidiaires, le nombre d'actions Mafate apportées à l'OPE subsidiaire rapporté au nombre d'actions Mafate apportées à l'OPA subsidiaire est inférieur au ratio, les actions Mafate apportées à l'OPE subsidiaire seront intégralement servies et le nombre d'actions Mafate apportées à l'OPA subsidiaire sera réduit de telle manière que le ratio soit respecté.

Les actions qui ne pourront être apportées à l'OPA en raison de la réduction proportionnelle susvisée seront réputées avoir été apportées à l'offre principale.

Aucune fraction d'action Flower ne peut être émise. En contrepartie de la fraction d'action Flower formant rompu, l'actionnaire Mafate recevra un montant en numéraire égal à cette fraction d'action Flower multiplié par le prix moyen par action Flower résultant de la cession sur le marché, de l'ensemble des actions formant rompu.

Nous supposons un prix de vente moyen de l'action Flower de 54 € pour les rompus.

La société Flower est composée de 10 000 000 titres cotant environ 54 € pour un nominal de 10 €.

Cette société détient ses propres titres à hauteur de 2 % du capital, ce sont d'abord ces titres qui seront remis aux actionnaires de la société cible ; pour le complément, il conviendra d'augmenter le capital.

La société Mafate est composée de 8 000 000 titres cotant environ 70 €.

5 000 000 titres Mafate ont été apportés à l'offre principale.

1 500 000 titres Mafate ont été apportés à l'offre d'échange subsidiaire.

500 000 titres Mafate ont été apportés à l'offre d'achat subsidiaire.

Sur l'année antérieure, le bénéfice de Flower s'élevait à 212 000 000 €, celui de Mafate à 195 000 000 €.

Eu égard aux différentes synergies envisagées, le bénéfice du nouvel ensemble devrait représenter la somme des deux bénéfices majorée de 30 %.

■ Travail à faire

- 1 ■ Calculer le dividende exceptionnel à verser aux actionnaires de la société Mafate pour que les deux sociétés aient une valorisation boursière équivalente.
- 2 ■ Compte tenu des titres présentés aux différentes offres, apprécier les modalités de service et de réorientation et conclure sur l'augmentation de capital à réaliser, sur la sortie de trésorerie nécessaire et sur le poids des anciens actionnaires Mafate dans le capital de la nouvelle entité.
- 3 ■ Calculer la prime de contrôle (prime d'échange ou d'achat) dont bénéficient les actionnaires de la société Mafate.
- 4 ■ Apprécier l'effet dilutif en pourcentage de cette offre sur le cours de l'action Flower.
- 5 ■ Déterminer le transfert de richesses entre les actionnaires des deux sociétés.
- 6 ■ Monsieur Mango est propriétaire de 542 titres Mafate. Calculer sa rémunération pour autant qu'il apporte ses titres : à l'offre principale, à l'OPE subsidiaire, à l'OPA subsidiaire.
- 7 ■ Apprécier le bénéfice par action avant et après la réussite de l'offre publique.

CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS**2.1 Société Jackie****1.**

$$5 \times 45 = 1,4 (2 \times B)$$

$$B = 80,36$$

Dividende exceptionnel = $98 - 80,36 = 17,64$ €, soit un décaissement global de 3 528 000 €.

Nous supposons une chute du cours équivalente à la sortie de trésorerie.

2.

$$200\,000 \times \frac{5}{2} = 500\,000 : \text{rapprochement entre égaux}$$

$$= 38,572$$

$500\,000 \times (38,572 - 45) = -3\,214\,000$ € : appauvrissement des actionnaires de la société initiatrice de l'offre.

$(500\,000 \times 38,572) - (200\,000 \times 80,36) = 3\,214\,000$ € : enrichissement des actionnaires de la société cible.

3.

$$\text{BPA de l'action Jackie} = \frac{33\,000\,000}{500\,000} = 66 \text{ €}$$

$$\text{BPA de l'action Banff} = \frac{19\,200\,000}{200\,000} = 96 \text{ €}$$

$$\text{BPA du groupe} = \frac{1,1 (33\,000\,000 + 19\,200\,000)}{1\,000\,000} = 57,42 \text{ €}$$

Effet dilutif pour les actionnaires de la société Jackie :

$$(57,42 - 66) / 66 = -13 \%$$

Effet relatif pour les actionnaires de la société Banff :

$$96 \times \frac{5}{2} = 38,4$$

$$\frac{57,42 - 38,4}{38,4} = +49,53 \%$$

4.

$$\frac{1,1 \times (33\,000\,000 + 19\,200\,000)}{500\,000 + (200\,000 \times P)} = 66 \text{ €}$$

$P = 1,85$. Il s'agit de la parité maximum.

$$\frac{57\,420\,000}{500\,000 + (200\,000 \times p)} = \frac{96}{p}$$

$p = 1,26$. Il s'agit de la parité minimum.

Si la parité devait se situer entre 1,26 et 1,85 les deux groupes d'actionnaires seraient gagnants, les uns et les autres bénéficieraient d'effets relatifs. Cette situation résulte d'une anticipation de synergie (10 % dans le cas présent).

En calculant ces parités maximum et minimum sans anticipation de synergie, nous trouvons la parité maximum égale à la parité minimum, c'est-à-dire 1,45. Pour que la parité minimum, du point de vue des actionnaires de la cible, soit inférieure à la parité maximum du point de vue des actionnaires de l'initiatrice, il convient d'être optimiste, d'anticiper des synergies à court terme.

La difficulté pour les dirigeants est de justifier leur optimisme, l'enjeu en termes de communication financière est essentiel. Plus l'affirmation de synergies est grande, plus grand sera l'écart entre parité minimum et parité maximum. Ici, nous ne pouvons remettre en cause la parité compte tenu de la volonté d'avoir une assemblée composée pour moitié par les anciens actionnaires de Jackie et, pour l'autre moitié, par les anciens actionnaires Banff.

2.2 Société Beach

1. La fraction du capital détenu par les anciens actionnaires Zweig correspond à 5 %, soit $25\,000 / 500\,000$, il convient de remarquer que l'opération se fait sans augmentation du capital compte tenu de l'auto-détention dont s'est dotée préalablement la société Beach.

La prime d'échange est de 12,5 %, à savoir :

$$180 / (8 \times 20) = 1,125.$$

Pour calculer l'effet dilutif, il faut comprendre que nous substituons à des titres Beach auto-détenus des titres Zweig.

Capitalisation boursière initiale de Beach	500 000 × 180 €	90 000 000 €
Titres Zweig acquis	200 000 × 20 €	4 000 000 €
Titres Beach abandonnés	25 000 × 180 €	– 4 500 000 €
Nouvelle valorisation boursière		89 500 000 €

89 500 000 € à répartir sur toujours 500 000 titres, soit le titre à 179 €.

L'effet dilutif est donc de $(179 - 180) / 180 = - 0,56 \%$; l'effet est mineur compte tenu du faible poids de la société cible au regard de celui de l'initiateur.

2. L'objectif de rentabilité est de 30 % à un horizon de deux ans ; le cours de l'action Beach doit donc s'élever à $180 \times (1,3)^2 = 304,20 \text{ €}$ et donc la valorisation des 25 000 titres doit correspondre à $25\,000 \times 304,2 = 7\,605\,000 \text{ €}$.

Avec un cours de 90 €, l'objectif n'est pas atteint ; il convient selon les termes du pacte de remettre aux anciens actionnaires de la cible un lot de titres complémentaire issus d'une incorporation des réserves en tenant compte de l'effet dilutif de cette remise d'actions gratuites elle-même.

Selon ces exigences, nous posons avec N = nombre de titres gratuits à leur remettre et C = le cours en Bourse issu de l'effet dilutif de la création des titres gratuits.

$$(25\,000 + N) \times C = 7\,605\,000$$

$$C = \frac{(500\,000 \times 90)}{(500\,000 + N)}$$

Nous obtenons :

$$N = 71\,600 \text{ titres,}$$

$$C = 78,73 \text{ €}.$$

Dans ces conditions, la fraction du capital détenue par les anciens actionnaires de la cible passe à :

$$\frac{25\,000 + 71\,600}{500\,000 + 71\,600} = 16,9 \%$$

3. Pour que les anciens actionnaires de la cible représentent 34 % du capital, nous posons :

$$0,34 = \frac{25\,000 + N}{500\,000 + N}$$

Nous obtenons $N = 219\,697$ titres à leur remettre.

Puis nous posons : $(25\,000 + 219\,697) \times C = 7\,605\,000$.

Nous obtenons $C = 31,08$ €, soit le cours issu de l'effet dilutif.

Et enfin :

$$31,08 = \frac{500\,000 \times C}{500\,000 + 219\,697}$$

Nous obtenons $C = 44,74$ €, soit C = le cours initial pour que les anciens actionnaires Zweig représente 34 % du capital.

4. Avec I = indemnisation en numéraire, nous avons :

$$(25\,000 \times C) + I = 7\,605\,000$$

$$C = [(500\,000 \times 90) - I] / 500\,000$$

D'où $C = 78,73$ et $I = 5\,636\,750$ €, soit par CVG 225,47 €, nous reconstituons $78,73$ € + $225,47$ € = $304,20$ €.

2.3 Société Havana

1.

$2\,500\,000 / 500\,000 = 5$, ce qui est inférieur à 5,25.

Trop de titres ont été apportés à l'OPA.

$5 / 5,25 = 0,952380952$ de coefficient de maintien en OPE, et donc 0,047619048 de coefficient de réorientation.

Dans le cadre de l'offre principale nous remettons 6 000 000 de titres Havana et nous versons 96 000 000 €, à savoir $6\,000\,000 \times 16$ €.

Dans le cadre de l'offre d'échange nous remettons 2 976 250 titres Havana.

Dans le cadre de l'offre d'achat, nous maintenons 476 190 titres en OPA et ainsi nous versons 47 619 000 € et nous en réorientons

23 810 sur l'offre principale ; pour ces derniers, nous remettons 23 810 titres Havana et versons 380 960 €.

Au total, 9 000 060 titres Havana seront remis et 143 999 960 € seront versés.

Sur les 9 000 060 de titres remis, 1 800 000 seront pris sur l'auto-détention et 7 200 060 seront créés.

Poids des anciens actionnaires de la société Tromso :

$$9\,000\,060 / 57\,200\,060 = 15,73 \%$$

2.

$$\frac{(1 \times 84) + 16}{80} = \frac{1,1905 \times 84}{80} = \frac{100}{80} = 1,25$$

Soit une prime de contrôle de 25 %.

3.

Capitalisation boursière initiale :

$$50\,000\,000 \times 84 = 4\,200\,000\,000 \text{ €}$$

Plus la valeur des titres Tromso acquis :

$$9\,000\,000 \times 80 = 720\,000\,000 \text{ €}$$

Moins la sortie de trésorerie : 143 999 960 €

Moins l'auto-détention abandonnée :

$$1\,800\,000 \times 84 = 151\,200\,000 \text{ €}$$

Nous obtenons une valorisation boursière de 4 624 800 040 € pour 57 200 060 titres, soit un cours anticipé de 80,85 € et un effet dilutif de 3,75 %, c'est-à-dire $(80,8531 - 84) / 84$.

4.

Appauvrissement des actionnaires Havana :

$$48\,200\,000 \times (80,85306274 - 84) = -151\,682\,376 \text{ €}$$

Enrichissement des actionnaires Tromso :

$$[(9\,000\,060 \times 80,85306274) + 143\,999\,960] - 720\,000\,000 \\ = 151\,682\,376 \text{ €}$$

5. Pour autant que Monsieur Same apporte ses titres à l’offre principale, il sera intégralement servi ; il recevra 345 titres Havana et 5 520 €, à savoir 345×16 €.

Pour autant que Monsieur Same apporte ses titres à l’offre d’échange, il sera intégralement servi et recevra 410 titres Havana, à savoir $345 \times 1,19$ €.

Son rompu sera rémunéré : $0,7225 \times 84 = 60,69$ €.

Pour autant que Monsieur Same apporte ses titres à l’offre d’achat, il subira le mécanisme de réorientation.

328,5714284 de ses titres seront maintenus et 16,4285716 seront réorientés.

Quant aux titres maintenus, il recevra 32 857,15 €, à savoir $328,5714284 \times 100$.

Quant aux titres réorientés, il recevra seize titres Havana (+ un rompu de 36 €, à savoir $0,4285716 \times 84$ €) et 262,86 €, à savoir $16,4285716 \times 16$ €.

Au total, il recevra seize titres et 33 156,01 €.

6.

BPA Havana avant l’offre :

$$98\,000\,000 / 48\,200\,000 = 2,03 \text{ €}$$

BPA Tromso avant l’offre :

$$422\,000\,000 / 10\,000\,000 = 42,20 \text{ €}$$

BPA Havana après l’offre :

$$[98\,000\,000 + (90\% \times 422\,000\,000)] \times \frac{1,25}{57\,200\,060} = 10,44 \text{ €}$$

Avec $9\,000\,000 / 10\,000\,000 = 90\%$ intérêt du groupe.

2.4 Société Flower

1.

Capitalisation boursière de Flower :

$$10\,000\,000 \times 54 \text{ €} = 540\,000\,000 \text{ €}$$

Capitalisation boursière de Mafate :

$$8\,000\,000 \times 70 \text{ €} = 560\,000\,000 \text{ €}$$

Soit une différence de 20 000 000 €.

La société Mafate versera à ses actionnaires un dividende de 2,50 € par action, à savoir $20\,000\,000 / 8\,000\,000$.

2. $1\,500\,000 / 500\,000 = 3$, ce qui est supérieur à 2.

$2/3 = 0,6666666$ de coefficient de maintien en OPE, et donc 0,3333333 de coefficient de réorientation.

Dans le cadre de l'offre principale, nous remettons 5 000 000 de titres Flower et nous versions 135 000 000 €, à savoir $5\,000\,000 \times 27 \text{ €}$.

Dans le cadre de l'offre d'achat, nous versions 40 500 000 €, à savoir $500\,000 \times 81 \text{ €}$.

Dans le cadre de l'offre d'échange, nous maintenons 1 000 000 de titres en offre d'échange, à savoir $1\,500\,000 \times 0,66666666$, et nous en réorientons 500 000 en offre principale.

Nous remettons donc 1 500 000 titres Flower quant aux titres maintenus, à savoir $1\,000\,000 \times 1,5$.

Nous remettons 500 000 titres Flower et versions 13 500 000 € quant aux titres réorientés, à savoir $500\,000 \times 27 \text{ €}$.

Au total, 7 000 000 titres Flower seront remis et 189 000 000 € seront versés.

Sur les 7 000 000 de titres remis, 200 000 seront pris sur l'auto-détention et 6 800 000 seront créés.

Poids des anciens actionnaires de la société Mafate :

$$\frac{7\,000\,000}{16\,800\,000} = 41,66 \%$$

3.

$$\frac{(1 \times 54) + 27}{67,50} = \frac{1,5 \times 54}{67,50} = \frac{81}{67,50} = 1,2$$

Soit une prime de contrôle de 20 %.

4.

Capitalisation boursière initiale :

$$10\,000\,000 \times 54 = 540\,000\,000 \text{ €}$$

Plus la valeur des titres Mafate acquis :

$$7\,000\,000 \times 67,50 = 472\,500\,000 \text{ €}$$

Moins la sortie de trésorerie : 189 000 000 €.

Moins l'auto-détention abandonnée :

$$200\,000 \times 54 = 10\,800\,000 \text{ €}$$

Nous obtenons une valorisation boursière de 812 700 000 € pour 16 800 000 titres, soit un cours anticipé de 48,37 € et un effet dilutif de 10,42 %, c'est-à-dire $(48,375 - 54) / 54$.

5.

Appauvrissement des actionnaires Flower :

$$9\,800\,000 \times (48,37 \text{ €} - 54 \text{ €}) = - 55\,125\,000 \text{ €}$$

Enrichissement des actionnaires Mafate :

$$\begin{aligned} [(7\,000\,000 \times 48,375) + 189\,000\,000] - 472\,500\,000 \\ = 55\,125\,000 \text{ €}. \end{aligned}$$

6. Pour autant que Monsieur Mango apporte ses titres à l'offre principale, il sera intégralement servi ; il recevra 542 titres Flower et 14 634 €, à savoir $542 \times 27 \text{ €}$.

Pour autant que Monsieur Mango apporte ses titres à l'offre d'achat, il sera intégralement servi et recevra 43 902 €, à savoir $542 \times 81 \text{ €}$.

Pour autant que Monsieur Mango apporte ses titres à l'offre d'échange, il subira le mécanisme de réorientation.

361,333333 de ses titres seront maintenus et 180,666666 seront réorientés.

Quant aux titres maintenus, il recevra 542 titres Flower, à savoir $361,333333 \times 1,5$.

Quant aux titres réorientés, il recevra 180 titres Flower (+ un rompu de 36 €, à savoir $0,66666 \times 54$ €) et 4 878 €, à savoir $180,66666 \times 27$ €.

Au total, il recevra 722 titres et 4 914 €.

7.

BPA Flower :

$$= 21,63 \%$$

BPA Mafate :

$$\frac{195\,000\,000}{8\,000\,000} = 24,37 \%$$

BPA Cilaos :

$$[212\,000\,000 + (87,5 \% \times 195\,000\,000)] \times \frac{1,3}{16\,800\,000} = 29,61 \%$$

Avec $7\,000\,000 / 8\,000\,000 = 87,5 \%$ intérêt du groupe.

L'ESSENTIEL

- Les offres publiques permettent de prendre le contrôle d'autres sociétés soit par achat des actions de la société cible, soit par échange entre les actions de la société cible et les actions de la société initiatrice. Les offres publiques donnent naissance à des entités leaders sur leurs métiers. Pour autant que les dirigeants de la société cible aient donné leur accord après consultation, l'offre sera dite amicale ; dans le cas contraire, l'offre sera dite hostile.
- Le titre de la société cible est toujours sur payé : une prime d'achat ou d'échange est offerte aux actionnaires de la société cible. Cette prime crée un effet dilutif sur le cours en Bourse de l'initiateur, une baisse mécanique à court terme. Compte tenu de synergies attendues et de leurs effets relatifs sur les bénéfices par action, on anticipe un impact positif à moyen terme sur le cours en Bourse de l'initiateur.
- Suite à une offre publique d'échange, la répartition du capital de la société initiatrice entre les anciens actionnaires de la société initiatrice et les anciens actionnaires de la société cible résulte d'un ratio d'échange lui-même fonction de la valorisation des sociétés.
- La communication financière est essentielle pour convaincre les protagonistes du bien-fondé du rapprochement et des modalités de l'offre.
- De nombreuses sociétés mettent en place des dispositifs pour protéger leur capital d'offres hostiles. Ces parades ne sont jamais parfaites et vont souvent à l'encontre des intérêts des actionnaires. Pour les actionnaires, une offre est toujours sympathique, leur liberté de la refuser est entière.

Chapitre

3

Les fusions

SOMMAIRE

SECTION 1 La définition de la fusion

SECTION 2 Les modalités de la fusion

SECTION 3 La fiscalité de la fusion

SECTION 4 Les formalités de la fusion

SECTION 5 Le traitement comptable des fusions

Section 1

LA DÉFINITION 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 : dans ce cas, il y a disparitions des deux premières entités ;

- soit par absorption de l’une par l’autre. Dans ce cas, les éléments actifs et passifs des patrimoines d’une société sont transmis au profit de l’autre société. Le passif de la société absorbée est donc pris en charge par la société absorbante. 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, l’une devenant la filiale de l’autre. 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.

On distingue plusieurs types de fusion.

1 La fusion horizontale

Elle concerne deux sociétés d’un même secteur d’activité ; ces opérations obéissent à des stratégies de spécialisation. Les principaux gains résultants 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.

2 La fusion conglomerale

Plus rare de nos jours, elle réunit deux entreprises de branches d’activités différentes. Ce type d’opération permet de cumuler au

sein d'une même entité des activités variées n'entretenant pas de liens opérationnels entre elles. Ainsi, une entreprise « chimie » pourrait fusionner avec une entreprise « automobile »

L'objectif poursuivi est la réduction des risques par un phénomène de diversification des métiers. Ces fusions sont peu fréquentes. Les investisseurs préfèrent les entreprises ayant un cœur de métier, leader dans leur secteur. L'analyse fondamentale des performances d'une entreprise cumulant plusieurs activités est difficile. Ces fusions sont peu porteuses de synergies opérationnelles. Dans certains cas nous pouvons envisager des synergies financières par obtention d'une taille critique dans les négociations avec les partenaires financiers. Les conglomérats sont peu appréciés des investisseurs.

3 La fusion verticale

Il peut s'agir de la fusion 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.

Il peut s'agir aussi de 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 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.

En comptabilité, l'évaluation des apports se fait à la valeur comptable dans le cadre d'opérations (à l'endroit ou à l'envers) impliquant des sociétés sous contrôle commun ou d'opérations à l'envers impliquant des sociétés sous contrôle distinct.

Une fusion est dite à l'envers lorsque l'actionnaire principal de l'absorbée prend le contrôle de l'absorbante. La société absorbante (la cible) passe sous le contrôle de la société absorbée (l'initiatrice).

Les sociétés sont sous contrôle commun lorsqu'une des sociétés participant à l'opération contrôle préalablement l'autre, ou lorsque les deux sociétés sont préalablement sous le contrôle d'une même société.

Dans tous les autres cas, c'est-à-dire dans le cadre d'opérations à l'endroit impliquant des sociétés sous contrôle distinct les apports sont évalués à la valeur réelle.

Section **2** LES MODALITÉS DE LA FUSION

Deux problèmes sont posés lors d'une fusion :

- la détermination du prix de la société absorbée et celui de la société absorbante qui devra, bien entendu, tenir compte des participations éventuelles de l'une des sociétés dans l'autre ;
- la détermination du rapport d'échange et le montant de l'augmentation de capital qui en découle.

Il convient d'utiliser plusieurs méthodologies, afin de déterminer les valeurs des sociétés concernées par la fusion. Il s'agit des méthodes patrimoniales, comparatives, d'anticipation des flux, de rente de goodwill, de rendement et autres.

1 Les principes et les critères d'évaluation

Les principes d'évaluation devant guider une fusion sont les suivants :

- Prendre en compte la réalité économique.
- Ne pas chercher à justifier avec une précision mathématique une parité d'échange qui est le résultat d'un compromis issu d'une négociation entre les partis.
- Employer plusieurs critères représentant une approche différente du problème.

- Utiliser des méthodes homogènes lorsque les mêmes problèmes se posent pour comparer les sociétés en cause.

En ce qui concerne les critères d'évaluation :

- Celui de la rentabilité doit être fondé sur des résultats constatés ; il reste toutefois important, surtout lorsque la société est soumise aux variations de la conjoncture, de ne pas se focaliser sur les résultats les plus récents.
- Celui de l'actif net ne peut être retenu que si les sociétés concernées utilisent des méthodes d'amortissement comparables.
- Les critères boursiers ne sont significatifs que si les titres des deux sociétés font l'objet d'un volume de négociation suffisant. De plus, le cours doit être apprécié sur une période récente.
- L'évaluation doit être faite par des experts compétents et totalement indépendants à savoir un évaluateur, le plus souvent une banque d'affaires, chargée d'estimer l'entreprise selon une approche multicritères et un expert indépendant à qui incombe la charge de confirmer que le prix proposé par l'évaluateur est équitable.
- Le prix d'acquisition d'un ensemble d'actions donnant à un groupe d'acquéreurs le contrôle de la société doit être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique.

2 La détermination du rapport d'échange

La valeur 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.

L'inconvénient de cette solution est fiscal. La plus-value réalisée par la société absorbée n'a que partiellement le caractère d'une plus-value de fusion. À concurrence de l'actif alloti, il s'agit d'une plus-value de liquidation ne bénéficiant pas de l'exonération fiscale prévue pour les plus-values de fusion. Cette seconde solution n'est donc jamais retenue en pratique.

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 deux 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.

Dans le cas de participations croisées entre les deux sociétés, on applique cumulativement les procédés mentionnés, c'est-à-dire une

fusion renonciation et une réduction de capital pour éviter que la société absorbante ne devienne propriétaire de ses propres parts ou actions.

Lorsque la valeur des titres de la société absorbante attribués aux actionnaires de la société absorbée est supérieure à leur valeur nominale, la différence sera portée à un compte au passif appelé prime de fusion.

Nous portons aussi en prime de fusion le boni de fusion, c'est-à-dire la différence entre la valeur actuelle des titres détenus sur la société absorbée et leur coût d'entrée, pour autant que la méthode de la valeur réelle soit utilisée (absence de contrôle commun préalable, fusion à l'endroit). Si nous utilisons la méthode de la valeur comptable (contrôle commun préalable, fusion à l'envers), le boni de fusion est égal à la différence entre la valeur comptable des titres détenus sur la société absorbée et leur coût d'entrée ; il s'agira souvent d'un mali de fusion appelé mali technique ; ce mali technique n'est pas porté en diminution de la prime de fusion mais à l'actif en fonds commercial.

Section 3 LA FISCALITÉ DE LA FUSION

La fiscalité prévoit, en faveur des fusions d'entreprise, un régime spécial à condition que les entreprises concernées soient soumises à l'IS.

Deux régimes existent : le régime de droit commun et le régime de faveur. La revente d'actifs apportés et le cas particulier des scissions appellent aussi quelques remarques.

1 Le régime de droit commun

Lorsque le droit commun s'applique, il y aura :

- imposition immédiate des bénéfices d'exploitation non encore taxés ;
- imposition immédiate des provisions figurant au bilan ;

- taxation des plus-values de fusion résultant d'un apport supérieur à la valeur nette comptable.

Les actionnaires de la société absorbée peuvent être considérés comme touchant des revenus mobiliers et être à leur tour taxés à ce titre.

2 Le régime de faveur

Le régime de faveur se traduit, pour la société absorbée, par l'exonération des plus-values de fusion, ainsi que par la reprise des provisions qui conservent leur objet. De ce fait, la société absorbée est dispensée de toute imposition qui est reportée sur la société absorbante, à l'exception de l'imposition des bénéfices. On parle alors d'opération intercalaire ou transparente. En contrepartie, la société absorbante est soumise à diverses obligations destinées à rendre possible l'imposition ultérieure à son nom, de ce qui est exonéré chez l'absorbée.

Les plus-values nettes et les profits dégagés sur l'ensemble des éléments d'actif apportés du fait d'une fusion ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés. Il en est de même de la plus-value éventuellement dégagée par la société absorbante lors de l'annulation des actions ou parts de son propre capital qu'elle reçoit ou qui correspondent à ses droits dans la société absorbée.

L'impôt sur les sociétés n'est applicable aux provisions figurant au bilan de la société absorbée que si elles deviennent sans objet.

L'absorbante reprend au passif de son bilan les provisions de l'absorbée dont l'imposition est différée.

Les plus-values dégagées sur actif circulant de l'absorbée sont exonérées si la société absorbante reprend lesdits actifs à leur valeur chez l'absorbée.

Les plus-values dégagées sur immobilisations amortissables ne sont pas imposées mais il faut réintégrer dans les bénéfices imposables au taux normal les plus-values constatées lors de la fusion. Cette réintégration des plus-values est effectuée par parts égales sur une période de quinze ans pour les constructions et les

droits qui se rapportent à des constructions ainsi que pour les plantations et les agencements et aménagements des terrains amortissables sur une période au moins égale à cette durée ; dans les autres cas, la réintégration s'effectue par parts égales sur une période de cinq ans.

Lorsque le total des plus-values nettes sur les constructions, les plantations et les agencements et aménagements des terrains excède 90 % de la plus-value nette globale sur éléments amortissables, la réintégration des plus-values afférentes aux constructions, aux plantations et aux agencements et aménagements des terrains est effectuée par parts égales sur une période égale à la durée moyenne pondérée d'amortissement de ces biens. Toutefois, la cession d'un bien amortissable entraîne l'imposition immédiate de la fraction de la plus-value afférente à ce bien qui n'a pas encore été réintégrée. En contrepartie, les amortissements et les plus-values ultérieurs afférents aux éléments amortissables sont calculés d'après la valeur qui leur a été attribuée lors de l'apport.

Les plus-values dégagées sur les immobilisations non amortissables ne sont pas imposées mais, en cas de cession ultérieure de ces éléments, le calcul des plus ou moins-values se fera d'après la valeur des biens au bilan de la société absorbée.

Les déficits fiscaux reportés chez l'absorbée ne sont pas, en principe, déductibles chez l'absorbante.

L'attribution des titres de la société absorbante aux membres de la société absorbée, en représentation de leur apport, n'est pas considérée comme une distribution de revenus et est exonérée d'impôt sur le revenu.

La perte fiscale constatée par la société absorbée au cours de la période intercalaire (c'est-à-dire, dans certaines limites, la perte de l'exercice durant lequel la fusion a été réalisée) est déductible des résultats fiscaux de la société absorbante du fait du caractère rétroactif de la fusion.

Section **4** LES FORMALITÉS DE LA FUSION

On peut recenser deux grandes phases dans le déroulement d'une fusion, la phase préparatoire et la phase d'adoption du projet.

1 La phase préparatoire

La nomination d'un commissaire à la fusion est généralement le fait du tribunal de commerce, suite à une requête déposée par les sociétés concernées. Elle peut toutefois être proposée par les sociétés elles-mêmes, si cela est justifié par son expérience. Dans ce cas, le tribunal nomme un second commissaire. La consultation du comité d'entreprise est obligatoire avant que les conditions exactes de la fusion aient été arrêtées.

2 Les étapes d'adoption du projet

Le traité de fusion doit comporter notamment les motifs, les conditions de la fusion, ainsi que la désignation et l'évaluation de l'actif et du passif transférés à l'absorbante.

Les conseils d'administration des sociétés concernées doivent autoriser les présidents des deux sociétés à signer le traité et à convoquer une assemblée générale extraordinaire.

Deux cas de figure peuvent se présenter concernant le dépôt du traité de fusion :

- Soit l'entreprise n'est pas cotée, auquel cas le traité doit être déposé au tribunal de commerce trente jours avant la tenue de l'AGE et mis à la disposition des actionnaires.
- Soit l'entreprise est cotée et, dans ce cas, l'AMF demande que les sociétés concernées enregistrent auprès d'elle un document d'information deux mois avant la date de tenue des AGE.

Le délai d'opposition des créanciers dure trente jours à partir de la date de dépôt du projet de traité de fusion au greffe.

L'approbation de la fusion par l'assemblée générale extraordinaire se fera, à condition que le quorum ait été atteint, à la majorité nécessaire, c'est-à-dire deux tiers des droits de vote présents ou représentés pour une SA.

Section 5 LE TRAITEMENT COMPTABLE DES FUSIONS

Pour autant que les deux sociétés fusionnant soient préalablement sous contrôle commun, les enregistrements se feront en valeur comptable tant chez l'absorbante que chez l'absorbée.

Le contrôle commun préalable peut résulter de différentes situations :

- L'une de deux sociétés participant à la fusion contrôle exclusivement l'autre.
- Les deux sociétés sont contrôlées par une holding commune.
- Une communauté d'intérêts démontrable existe préalablement.

L'enregistrement en valeur comptable consiste à reprendre les actifs réels et les passifs réels de la société absorbée dans le bilan de la société absorbante sans aucune réévaluation. Les cumuls d'amortissements et de dépréciations chez l'absorbée doivent être inscrits dans le bilan de l'absorbante qui poursuivra les plans d'amortissement initiés par l'absorbée.

Ainsi les comptes consolidés de groupe d'appartenance ne seront pas impactés par cette fusion.

Puisqu'il s'agit d'une simple restructuration de groupe, d'une volonté de simplifier l'organigramme, les comptes consolidés et les ratios associés à l'opération ne doivent pas être modifiés. Il s'agit en somme d'une inscription de l'actif net comptable de l'absorbée chez l'absorbante.

Pour autant que les deux sociétés fusionnant soient sous contrôle distinct préalablement il faudra apprécier si nous sommes en présence d'une fusion à l'endroit ou d'une fusion à l'envers :

- Une fusion à l’endroit est une fusion au terme de laquelle le futur actionnaire dominant est un ancien actionnaire de l’absorbante.
- Une fusion à l’envers est une fusion eu terme de l’actionnaire dominant est un ancien actionnaire de l’absorbée.

En cas de fusion à l’endroit les enregistrements se feront en valeur réelle, c’est-à-dire avec reprise des actifs et des passifs à leur valeur réévaluée. Il s’agit en somme d’une inscription de l’actif net comptable corrigé de l’absorbée chez l’absorbante. Cette fusion concrétisant un changement de contrôle et donc une réorientation stratégique il convient de réévaluer le patrimoine et de repenser les plans d’amortissement.

En cas de fusion à l’envers les enregistrements se feront en valeur comptable, c’est-à-dire avec reprise des actifs et des passifs à leur valeur comptable. Il s’agit en somme d’une inscription de l’actif net comptable de l’absorbée chez l’absorbante.

ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS

3.1 Société Cacao

Les sociétés Cacao et Bac décident de se rapprocher dans le cadre d’une fusion absorption renonciation. La société Cacao détient déjà 60 % du capital de la société Bac. Dans le cadre des comptes consolidés établis par la société mère Cacao, la société Bac est intégrée globalement compte tenu d’un contrôle exclusif. La société Bac détient 5 % du capital de la société Cacao.

Bilan de la société Cacao, établi au 31 décembre N
(en millions d’euros)

Frais d’établissement	10	Capital (2)	50
Immobilisations corporelles (3)	220	Réserves	170
Titres de participation (1)	21	Dettes financières	60
Actifs divers	70	Dettes diverses	45
Trésorerie (4)	4		
	325		325

- (1) 60 000 actions Bac acquises à 350 € le 1^{er} janvier N-2.
- (2) 500 000 actions de nominal 100 €.
- (3) Valeur d’utilité 560 millions d’euros.
- (4) Valeur de marché 4 millions d’euros.

Bilan de la société Bac établi au 31 décembre N
(en millions d’euros)

Frais d’établissement	1	Capital (2)	10
Immobilisations Corporelles (3)	24	Réserves	20
Titres de participation (1)	8	Dettes financières	30
Actifs divers	32	Dettes diverses	11
Trésorerie (4)	6		
	71		71

- (1) 25 000 actions Cacao acquises à 320 €.
- (2) 100 000 actions de nominal 100 €.
- (3) Valeur d’utilité 26 millions d’euros.
- (4) Valeur de marché 7 millions d’euros.

La valeur de fusion attribuée aux titres des deux sociétés sera égale à la moyenne arithmétique entre la valeur de rendement et l'actif net comptable corrigé sans tenir compte de la fiscalité différée.

Pour le calcul de la valeur de rendement, il conviendra de capitaliser le résultat ordinaire au taux de rentabilité requis par les actionnaires pour un risque analogue.

Pour la société Cacao, nous considérons une capacité bénéficiaire ordinaire de 147 millions d'euros et un taux de rentabilité requis de 15 %.

Pour la société de Bac, nous considérons une capacité bénéficiaire ordinaire de 4 millions d'euros et un taux de rentabilité requis de 18 %.

Pour le calcul des actifs nets comptables corrigés il faut considérer que la valeur d'utilité des titres Bac et Cacao détenus est égale à leur valeur de fusion.

L'auto détention est systématiquement annulée.

■ Travail à faire

- 1 ■** Déterminer la valeur de fusion de chaque titre et la parité d'échange en considérant qu'il n'y a pas de prime d'échange.
- 2 ■** En supposant que la société Cacao absorbe la société Bac, calculer le poids des anciens actionnaires Bac dans le capital Cacao.
- 3 ■** En inversant la fusion, c'est-à-dire en supposant que la fille Bac absorbe la mère Cacao, calculer le poids des anciens actionnaires Bac dans le capital Bac.

CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS

3.1 Société Cacao

1.

Valeur de rendement du titre Cacao :

$$\frac{147\,000\,000}{0,15} = 980\,000\,000\text{ €}$$

Soit pour un titre 1 960 €.

Valeur de rendement du titre Bac :

$$\frac{4\,000\,000}{0,18} = 22\,222\,222\text{ €}$$

Soit pour un titre 222,22 €.

ANCC du titre Cacao (avec *B* : valeur de fusion du titre Bac)

Immobilisations corporelles	560 000 000
Titres Bac	60 000 × <i>B</i>
Actifs divers	70 000 000
Trésorerie	4 000 000
Dettes financières	– 60 000 000
Dettes diverses	– 45 000 000
	529 000 000 + 60 000 <i>B</i>

Soit une valeur mathématique : 1 058 € + 0,12 *B*.

ANCC du titre Bac (avec *C* : valeur de fusion du titre Cacao)

Immobilisations corporelles	26 000 000
Titres Cacao	25 000 × <i>C</i>
Actifs divers	32 000 000
Trésorerie	7 000 000
Dettes financières	– 30 000 000
Dettes diverses	– 11 000 000
	24 000 000 + 25 000 × <i>C</i>

Soit une valeur mathématique : 240 € + 0,25 *C*.

$$C = \frac{1\,960 + (1\,058 + 0,12\,B)}{2}$$

$$B = \frac{222,22 + (240 + 0,25\,C)}{2}$$

$$C = 1\,534,37\,€.$$

$$B = 422,91\,€.$$

Nous posons une parité 11 B pour 3 C avec soulte.

Valeur mathématique de Bac = 623,60 €.

Valeur mathématique de Cacao = 1 108,74 €.

La valeur de fusion de la société Cacao s'élève donc à 767 185 000 € pour un ANCC de 554 374 600 € ; nous pouvons en déduire un goodwill sous-jacent de 212 810 400 €.

La valeur de fusion de la société Bac s'élève donc à 42 291 000 € pour un actif net comptable corrigé de 62 359 250 € ; nous pouvons en déduire un badwill sous-jacent de 20 068 250 €.

2.

100 000 – 60 000 = 40 000 (renonciation) à rémunérer

$$40\,000 \times \frac{3}{11} = 10\,909 \text{ titres Cacao à créer}$$

$$\Delta + \text{Capital } 10\,909 \times 100\,€ = 1\,090\,900\,€.$$

Soulte = $(40\,000 \times 422,91) - (10\,909 \times 1\,534,37) = 177\,958\,€$ à verser par la société Cacao aux anciens actionnaires Bac autres qu'elle-même.

Quote-part du capital détenu par les anciens actionnaires Bac chez Cacao :

$$\frac{10\,909}{500\,000 + 10\,909 - 25\,000} = 2,245\,\%$$

3.

500 000 – 25 000 = 475 000 (renonciation) titres à rémunérer

$$475\,000 \times \frac{11}{3} = 1\,741\,667 \text{ titres Bac}$$

$$\text{Augmentation du capital } 1\,741\,667 \text{ titres} \times 100\,€ = 174\,166\,700\,€.$$

Soulte $(475\,000 \times 1\,534,37) - (1\,741\,667 - 422,91) = -7\,742\,641 \text{ €}$
à verser par les anciens actionnaires Cacao à la société Bac.

Quote-part du capital détenu par les anciens actionnaires Bac
chez Bac :

$$\frac{100\,000 - 60\,000}{100\,000 + 1\,741\,667 - 60\,000} = 2,245 \%$$

L'ESSENTIEL

- Suite à une fusion, le poids dans le capital des anciens actionnaires, tant de la société absorbante que de la société absorbée, est la conséquence des évaluations des sociétés.
- La quote-part du capital détenu par les actionnaires de la société absorbante sera d'autant plus grande que leur société fera l'objet d'une forte valorisation ; il en est de même pour les actionnaires de la société absorbée.
- Une fusion se traduit par la dissolution de la société absorbée et par l'augmentation du capital de la société absorbante, qui forme ainsi un ensemble plus vaste.
- Pour autant que le futur actionnaire dominant soit un ancien actionnaire de la société absorbante, la fusion sera dite « à l'endroit » ; si le futur actionnaire dominant est un ancien actionnaire de la société absorbée, la fusion sera dite « à l'envers ».
- Une fusion peut autoriser de vastes recompositions économiques, la naissance de leaders et l'acquisition d'une taille critique. Une fusion peut aussi faciliter la restructuration des groupes et la simplification des organigrammes.

Chapitre 4 Les effets de levier et *leverage buy out* (LBO)

Effets de levier et LBO

SOMMAIRE

SECTION 1 L'effet de levier

SECTION 2 Le LBO

SECTION 3 Le rachat d'entreprise par les salariés

SECTION 4 Le recours aux holdings

Section 1 L'EFFET DE LEVIER

Le flux net est fonction du flux d'exploitation. La mise en fonds propres est fonction de l'investissement. Le TRI des fonds propres est donc fonction du TRI de l'investissement. D'un point de vue général, la rentabilité financière dépend de la rentabilité économique.

Lorsque le coût de l'endettement est *inférieur* à la rentabilité économique, nous obtenons une rentabilité financière supérieure à

la rentabilité économique, et ce, d'autant plus que l'endettement est fort au regard des fonds propres. Il s'agit d'un effet de levier positif.

Lorsque le coût de l'endettement est *supérieur* à la rentabilité économique, nous obtenons une rentabilité financière inférieure à la rentabilité économique, et ce, d'autant plus que l'endettement est fort au regard des capitaux propres. Il s'agit d'un effet de levier négatif.

Au surplus, toute variation sur la rentabilité économique se reproduit plus que proportionnellement sur la rentabilité financière, à la baisse comme à la hausse, et ce, d'autant plus que l'endettement est fort. En s'endettant, l'entreprise, en cas d'effet de levier positif, accroît sa rentabilité financière mais la rend aussi plus fragile, plus risquée, plus sensible aux turbulences sur la rentabilité économique. À une bonification sur la rentabilité correspond une majoration du risque.

Posons :

RE = la rentabilité économique, c'est-à-dire la rentabilité de l'investissement.

RF = la rentabilité financière, c'est-à-dire, la rentabilité des fonds propres.

t = le taux de l'endettement supposé fixe.

FP = les fonds propres apportés.

D = l'endettement.

I = l'investissement.

L'investissement est financé soit par des fonds propres, soit par de l'endettement, d'où $I = FP + D$.

La différence entre le résultat d'exploitation et le résultat net se constitue des intérêts payés aux prêteurs en faisant abstraction de l'imposition.

Nous avons :

Résultat net = résultat d'exploitation – intérêts.

RE = résultat d'exploitation / I, ou résultat d'exploitation = RE × I.

RF = résultat net / FP.

Résultat net = résultat d'exploitation – (t × D).

Divisons par FP :

$$\frac{\text{résultat net}}{\text{FP}} = \frac{\text{résultat d'exploitation}}{\text{FP}} - \frac{t \times D}{\text{FP}}$$

$$\text{RF} = \frac{\text{RE} \times I}{\text{FP}} - \frac{t \times D}{\text{FP}} = \frac{\text{RE} (\text{FP} + D)}{\text{FP}} - \frac{t \times D}{\text{FP}}$$

Introduisons l'idée d'une variation sur la rentabilité économique, c'est-à-dire l'idée d'un risque.

Nous obtenons :

$$\Delta \text{RF} = \Delta \text{RE} + \Delta \left[\frac{D}{\text{FP}} (\text{RE} - t) \right]$$

$$\Delta \text{RF} = \Delta \text{RE} + \Delta \frac{D}{\text{FP}} \text{RE} - \Delta \frac{D}{\text{FP}} t$$

$\Delta \frac{D}{\text{FP}} t$ n'existe pas compte tenu de la fixité supposée du taux de rémunération des prêteurs.

$$\Delta \text{RF} = \Delta \text{RE} \left(1 + \frac{D}{\text{FP}} \right)$$

Le risque des actionnaires est $\left(1 + \frac{D}{\text{FP}} \right)$ plus fort dans le financement par endettement que dans le financement par fonds propres.

L'utilisation d'autres indices de dispersion (écart type, variance) débouche sur les mêmes conclusions.

Ces formules générales sont valables dans le cadre d'un raisonnement annuel, donc sans actualisation et pour des notions de résultat.

Prenons un exemple :

$$I = 1\,000\,000 \text{ €}$$

$$D = 600\,000 \text{ €}$$

$$t = 10 \%$$

$$\text{résultat d'exploitation} = 200\,000 \text{ €}$$

$$\text{D'où résultat net} = 200\,000 - (10 \% \times 600\,000) = 140\,000 \text{ €}$$

En supposant les fonds propres reçus le premier jour de la période et le résultat obtenu le dernier jour, nous avons :

$$RE = \frac{200\,000}{1\,000\,000} = 20\%$$

$$RF = \frac{140\,000}{400\,000} = 35\%$$

En effet :

$$RF = RE + \frac{D}{FP} (RE - t)$$

$$35\% = 20\% + \frac{600\,000}{400\,000} (20\% - 10\%)$$

En diminuant le financement par fonds propres, nous majorons la rentabilité des fonds propres.

Quel sera le choix des actionnaires ?

En apportant 1 000 000 €, leur rentabilité est de 20 % ($RE = RF$).

En apportant 400 000 €, leur rentabilité est de 35 %.

Il faut s'intéresser aux conditions de placement des fonds propres non investis dans l'entreprise. Nous supposons que l'actionnariat dispose du million d'euros.

Posons la possibilité d'un placement externe au taux de 8 %.

Les intérêts perçus seront donc de $600\,000 \times 8\% = 48\,000$ € et la rentabilité globale des fonds propres de :

$$\frac{140\,000 + 48\,000}{400\,000 + 600\,000} = 18,8\%$$

En l'absence d'un souci de diversification des placements, l'actionnariat devrait opter pour 1 000 000 € placés dans l'entreprise, $20\% > 18,8\%$.

En plaçant ses capitaux résiduels (600 000 €) à un taux (8 %) inférieur à la rentabilité économique (20 %), nous réalisons un contre-effet de levier.

Ici, le contre-effet de levier est plus fort que l'effet de levier ($20\% - 8\% > 20\% - 10\%$).

Des montages ont été imaginés afin de permettre le rachat d'une entreprise par des personnes physiques ou morales qui ne bénéficient pas de ressources financières suffisantes. Elles sont connues sous le

nom de *leverage buy out* (LBO), *leverage buy in* (LBI) et le rachat d'entreprise par les salariés (RES).

D'autres opérations à effet de levier important sont apparues notamment au travers d'un montage connu sous le nom de *leverage build up* (LBU) qui consiste à créer, autour d'une société, un pôle industriel.

Section 2 LE LBO

Le LBO est le rachat d'une entreprise en utilisant les effets de levier juridique et financier. Le moyen le plus souvent utilisé pour réaliser ce type d'opération est la création d'une holding de reprise. Il diffère d'une acquisition classique du fait qu'une grande partie du prix d'achat est financée par des dettes.

L'entreprise acquéreuse augmente sa capacité de financement en utilisant l'effet de levier. Deux grands motifs sont à l'origine des LBO : la transmission d'entreprises familiales et la restructuration ou le développement des groupes.

Les transmissions ont trois causes principales :

- la volonté des actionnaires de se retirer ;
- l'impossibilité de régler une succession ;
- la volonté d'un désengagement partiel.

Les restructurations de groupes ont pour principale raison soit le désengagement stratégique sectoriel, soit le constat d'une performance insuffisante. Elles sont très souvent fondées sur le recentrage sur un métier de base.

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.

1 L'effet opérationnel

Cet effet est lié aux dysfonctionnements opérationnels ou managériaux qui ont motivé le LBO chez l'investisseur.

Les objectifs recherchés sont alors :

- l'augmentation des ratios de profitabilité ;
- l'augmentation des flux nets de liquidité opérationnelle ;
- la rationalisation des dépenses de recherche & développement et des effectifs de l'entreprise ;
- la diminution importante des dépenses d'investissement.

2 L'effet industriel

Ce sont les facteurs propres au secteur d'activité de la société qui expliquent le déclenchement du LBO. Les partisans de cette explication soutiennent que certains secteurs d'activités sont plus propices à ces opérations que d'autres.

Trois principales théories peuvent être retenues.

2.1 La théorie des surplus de liquidités (*free cash flow*)

Elle distingue le *cash flow* en excès de celui requis pour financer tous les projets qui présentent une VAN positive. Elle se fonde sur la notion de « coûts d'agence » qui découle des conflits d'intérêt entre managers et actionnaires. Ces conflits sont particulièrement sévères lorsque l'organisation engendre des surplus de liquidités. Le problème posé est de savoir comment motiver les managers pour réaffecter le *cash flow* disponible sans avoir à l'investir dans des projets à VAN négative.

2.2 La théorie de la restructuration

Elle trouve l'origine des gains réalisés au travers des LBO dans la réorganisation industrielle. Celle-ci permet une plus grande efficacité dans l'organisation et, de ce fait, vise à l'élimination de tout goulot d'étranglement dans l'entreprise par une réduction de la taille, une

concentration de l'entreprise sur son métier d'origine ou une réorganisation du portefeuille d'activité.

2.3 La théorie des avantages fiscaux

Elle fait apparaître que l'avantage fiscal procuré par le LBO est la principale source de gains ayant motivé l'opération. Il s'agit notamment de la déductibilité des intérêts versés aux créanciers financiers, du régime des sociétés mères et de l'intégration fiscale.

3 Les signaux

Les niveaux d'information des offreurs et des demandeurs de capitaux sur un marché ne sont pas les mêmes. Elle met en exergue les conséquences d'une asymétrie d'information entre les différents partenaires financiers. En effet, les demandeurs de capitaux (dirigeants) qui sont à l'intérieur de l'entreprise ont généralement des informations quantitativement et qualitativement supérieures aux offreurs de capitaux (actionnaires, créanciers). Pour qu'il y ait allocation optimale des ressources au travers du marché financier, il faut que l'équilibre d'information se rétablisse. Ainsi, l'entreprise livrera cette information au marché par des signaux concernant sa santé financière. La théorie du signal ne peut fonctionner que si des pénalités suffisantes existent à l'encontre de tout émetteur de faux messages.

Selon cette théorie, la structure du capital des LBO est le résultat d'un jeu de signaux : les initiateurs du LBO signalent au marché des prévisions de flux de liquidités importants engendrés par le rachat.

4 Les résultats

Ces entreprises se caractérisent par :

- une croissance plus rapide (l'impact économique du LBO se traduit par une progression du chiffre d'affaires) ;
- un développement accéléré de l'entreprise ;
- des facteurs de création de valeur induits par l'opération.

Le LBO est fortement créateur de valeur à travers la mise à niveau des méthodes de gestion de la société aux standards les plus élevés. Une meilleure gestion est un facteur de création de valeur induit par l'opération.

La rentabilité des capitaux propres est renforcée du fait d'une utilisation parcimonieuse des fonds actionnariaux et par un recours systématique à la dette.

5 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 offre au repreneur la possibilité de pouvoir 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 holding les unes par rapport aux autres ;
- les dettes négociées auprès des banques ;
- les quasi-fonds propres proposés par des établissements financiers spécialisés.

5.1 Les fonds propres

Le financement apporté à la holding de reprise le sera en partie 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 et de dividendes versés par la holding.

5.2 La dette senior

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 cinq et sept 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 élevés, la dette senior est souscrite par plusieurs banques (syndication bancaire).

Certaines 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. Nous observerons l'application d'une courbe ascendante de taux.

Chaque tranche a un taux d'intérêt spécifique qui dépend de ses caractéristiques. Pour les opérations importantes, la dette senior est découpée en tranches variant selon la durée de l'emprunt et dont certaines ne sont remboursables qu'*in fine*. Pour répondre à la demande, les banques mettent en place de nombreuses tranches de dettes seniors. Ainsi, à côté des tranches classiques, elles incluent de plus en plus fréquemment une tranche de huit ou neuf ans remboursable *in fine*.

La charge de remboursement supportée par l'entreprise est ainsi limitée pendant les premières années de l'opération,

5.3 La mezzanine

Les LBO ont été les opérations les plus utilisatrices 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 sept à quinze 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 et 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 de bons de souscription), soit des titres (obligations convertibles, obligations à 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 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 et une forte rentabilité.

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

5.4 Les autres instruments

I■ *Les obligations à haut rendement*

Les obligations à haut rendement sont utilisées dans les montages LBO du fait qu'elles sont généralement moins coûteuses que les financements mezzanines.

Toutefois, elles présentent l'inconvénient d'être plus contraignantes dans la mesure où elles sont assorties d'une clause prévoyant des pénalités en cas de remboursement anticipé. Les taux servis peuvent être toutefois élevés.

I■ *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 huit à dix ans. Le remboursement n'est assuré que si la dette senior a été elle-même remboursée.

I■ *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 immédiatement, notamment une cession d'actifs non stratégiques, 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. Les conditions générales sont proches des dettes seniors.

■ *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 trois et quatre 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 rémunération peut être indexée sur la performance de la société rachetée.

■ *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).

6 La sortie du LBO

On peut recenser deux types de sorties :

- celles qui sont liées aux motivations de l'investisseur ;
- celles liées à l'échec du montage.

6.1 Les sorties liées aux motivations de l'investisseur

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'une nouvelle 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, cette évolution permet à l'organisme financier de transformer sa participation au capital en prêt à la holding.

6.2 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 cible. En effet, un dysfonctionnement dû uniquement à la société holding verrait les deux premières solutions être préférées.

7 Les autres types d'opérations

Le terme *buy out* regroupe plusieurs types d'opérations. La principale variable est le degré de participation des salariés de l'entreprise rachetée dans la 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 *leverage buy in* (LBI) est l'opération par laquelle une entreprise-cible est rachetée par un fonds de *buy out* en association avec de nouveaux dirigeants, le plus souvent recrutés pour la réalisation de l'opération par les gérants du fonds. L'opération est à haut risque dans la mesure où les nouveaux dirigeants n'ont pas forcément l'expérience de la cible ; de ce fait, elle repose sur la qualité managériale des repreneurs.

Le *buy in management buy out* (BIMBO), synthèse du LBI et du LMBO, est le rachat d'une entreprise-cible par un mode de *buy out* auquel s'associent à la fois des cadres déjà présents dans l'entreprise et de nouveaux dirigeants ; montage hybride entre le MBO et le MBI, il 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.

Enfin, le *buy and build up* (ou *build up*) : opération (de LMBO, LBI ou BIMBO) ayant pour objectif la réalisation d'un projet de croissance externe (l'entreprise-cible devient dans ce cas la plateforme d'une ou de plusieurs nouvelles acquisitions qui visent à constituer un groupe ayant, sur son marché, un poids significatif, et donc une valeur d'entreprise supérieure à la valeur initiale de l'entreprise-cible).

L'*owner buy out* (OBO) se réfère au rachat d'une entreprise par une holding détenue conjointement par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers.

Section 3 LE RACHAT D'ENTREPRISE PAR LES SALARIÉS (RES)

Le rachat d'entreprise par les salariés est une solution possible de transmission.

1 Le mécanisme du RES

Le dispositif du RES s'applique aux rachats d'entreprises de plus de dix salariés et s'effectue au moyen d'une société holding, spécialement constituée pour prendre le contrôle de la société cible.

Avant 1992, les salariés repreneurs devaient détenir directement ou indirectement plus de 50 % des droits de vote de la société holding ainsi créée ; depuis janvier 1992, ce montant de participation a été ramené à 33,33 %. Avant 1992, aucun salarié ne pouvait détenir, directement ou indirectement, 50 % ou plus des droits de vote de la holding ; cette disposition a été supprimée.

La sortie des salariés ne peut avoir lieu qu'à partir de la fin de la cinquième année suivant la souscription. La holding, qui a pour objet exclusif de racheter tout ou partie du capital de la société à reprendre, doit détenir dès sa création plus de 50 % des droits de vote de la société reprise.

La holding peut s'endetter sur une durée de quinze ans au plus, à un taux actuariel qui n'excède pas le taux du marché obligataire (TMO) du mois qui précède le rachat, majoré de 2,5 points.

Il est également important de souligner que, par dérogation, les holdings de reprise dans le cadre des RES peuvent émettre, dès leur création :

- des actions à droit de vote double, ce qui permet un appel beaucoup plus large à des investisseurs financiers ;
- des obligations convertibles ;
- des obligations à bons de souscription d'actions.

2 Les avantages fiscaux

On peut constater une évolution défavorable dans le temps des différents avantages fiscaux, aussi bien du point de vue des salariés que des sociétés.

Depuis 1992, le crédit d'impôt a été supprimé. La déductibilité des intérêts des emprunts contractés par la holding ne peut se réaliser que dans le cadre de l'intégration fiscale ; cela nécessite pour la holding de détenir 95 % de la société cible. En effet, la holding ne peut avoir d'autres revenus soumis à l'IS, dans la mesure où celle-ci n'a été créée que pour le RES.

3 Les problèmes soulevés par le RES

Lorsque l'entreprise qui a fait l'objet d'un RES est cotée en Bourse, certains minoritaires ont pu en rester actionnaires. Cette position, si elle présente quelques avantages importants, demeure risquée.

Parmi les avantages de cette situation, on peut citer la rémunération. En effet, dans la mesure où la holding a dû s'endetter pour acquérir au moins la majorité de la cible, elle doit faire face à des remboursements importants, et exigera de ce fait une forte remontée de dividendes qui profitera aux minoritaires.

Parmi les inconvénients, le plus important est l'appauvrissement de la société cible au profit de la holding. En cas de résultats insuffisants et donc de distribution de dividendes trop faible, il y aura dégradation de la trésorerie de la holding. Le minoritaire se trouvera impuissant face à cette situation qui pourra entraîner à terme la disparition de la société cible.

Un autre inconvénient est à noter : il n'y a quasiment plus de marché du titre en Bourse ; le flottant ayant été réduit, le marché du titre devient très faible et piège les minoritaires. De ce fait, les mouvements des titres deviendront erratiques et souvent spéculatifs.

Du côté des salariés, deux problèmes peuvent se poser : la sortie rapide et les difficultés éventuelles de trésorerie ou de rentabilité du nouveau groupe. En ce qui concerne la sortie rapide des salariés, la

réglementation du RES la fixe à partir de la cinquième année suivant l'année de souscription.

Du côté de l'entreprise, le moindre aléa de conjoncture peut enrayer la mécanique. De ce fait, la société rachetée doit être une entreprise peu sensible aux cycles économiques.

4 Le dénouement du RES

Il n'existe pas de dénouement unique du RES.

Quatre issues sont possibles :

- Le RES se déroule normalement, c'est-à-dire que tous les prêts sont normalement remboursés. Dans ce cas, la holding n'a plus de raison d'être et fusionne avec la société rachetée qui se trouve, de ce fait, contrôlée par les salariés.
- La holding introduit en Bourse sa filiale et ainsi, avec le produit de la cession d'une partie des titres, rembourse ses emprunts.
- La holding ou la société sont acquises par une autre firme. Le montage disparaît.
- La société rachetée fait faillite et entraîne dans sa chute la société holding.

Section 4 LE RECOURS AUX HOLDINGS

1 Démonstration

Pour apprécier les conséquences financières de la structure de groupe sur la répartition du pouvoir, la capacité d'endettement et la rentabilité des capitaux propres, une démonstration est proposée au lecteur ; celle-ci a pour objectif de se familiariser avec les enjeux essentiels d'une structure de groupe.

Un projet d'un montant de 1 500 000 € est à l'étude :

- immobilisations : 1 000 000 € ;
- BFR : 500 000 €.

L'investisseur financier Thor dispose d'une somme maximum de 450 000 € pour réaliser ce projet commercial, mais apprécierait une minoration de sa mise tout en gardant le contrôle majoritaire. À ses côtés, les minoritaires A et B peuvent apporter chacun 150 000 €.

Les banquiers sont disposés à prêter des montants égaux aux fonds propres constatés au bilan, et ce au taux de 5 % avant impôt.

Deux formules sont possibles :

- **Constitution d'une société unique**

Dans ce cas, l'investisseur financier Thor apportant 450 000 € détiendrait 60 % du capital, les minoritaires A et B détiendraient 20 % chacun et l'endettement s'élèverait à 750 000 €.

- **Constitution d'un groupe**

Tous les actifs économiques seraient logés au niveau de deux filiales Alpha et Bêta de façon égale. À l'actif de la holding, détenu à 100 % par l'investisseur Thor, seuls figuraient les titres détenus. Le minoritaire A participerait au capital d'Alpha, le minoritaire B à celui de Bêta.

Les activités des deux filiales seraient parfaitement identiques. La holding achèterait les marchandises à l'extérieur du groupe pour les revendre aux filiales en réalisant une marge.

Les investissements seraient réalisés pour moitié par Alpha (750 000 €) et pour moitié par Bêta (750 000 €).

D'où un endettement de 375 0 000 € et des capitaux propres de 375 000 € pour chaque filiale.

Le minoritaire A apportant 150 000 €, la holding apporterait 225 000 € pour constituer les fonds propres de la filiale Alpha.

Le minoritaire B apportant 150 000 €, la holding apporterait 225 000 € pour constituer les fonds propres de Bêta.

À l'actif de la holding figuraient les titres détenus sur les filiales, soit un total de 450 000 €. Pour le financement de la holding, nous poserions un endettement pour moitié, soit 225 000 € et un apport en fonds propres de la part de l'investisseur financier Thor pour 225 000 € également.

Ainsi, l’apport de l’investisseur Thor est réduit de 225 000 € par rapport aux conséquences de la constitution d’une société unique.

L’actionnaire majoritaire garde le contrôle sur l’ensemble des activités tout en minorant son apport. Du fait de son contrôle exclusif, l’investisseur Thor pourra organiser des transferts de bénéfices des filiales vers la holding, dans la perspective de renforcer le rendement des fonds propres majoritaires au détriment du rendement des fonds propres minoritaires.

Dans le cadre de la constitution d’un groupe, nous obtenons les bilans et les comptes de résultat présentés ci-dessous.

Bilan des sociétés et du groupe : actif

Actif	Holding	Alpha	Bêta	Groupe
Titres	450 000			
Immobilisations		500 000	500 000	1 000 000
BFR		250 000	250 000	500 000
Trésorerie	173 250	48 750	48 750	270 250
Totaux	623 250	798 750	798 750	1 770 750

Bilan des sociétés et du groupe : passif

Passif	Holding	Alpha	Bêta	Groupe
Capitaux propres	225 000	375 000	375 000	225 000
Intérêts minoritaires				300 000
Résultat	173 250	48 750	48 750	
Résultat part du groupe				231 750
Résultat des minoritaires				39 000
Endettement	225 000	375 000	375 000	975 000
Totaux	623 250	798 750	798 750	1 770 750

REMARQUE

Par hypothèse simplificatrice, nous posons un bénéfice entièrement encaissé.

Comptes de résultats des sociétés et du groupe

	Holding	Alpha	Bêta	Groupe
Ventes	8 500 000	5 100 000	5 100 000	10 200 000
Achats consommés	8 000 000	4 250 000	4 250 000	8 000 000
Charges externes	100 000	200 000	200 000	500 000
Charges de personnel	100 000	550 000	550 000	1 200 000
Intérêts	11 250	18 750	18 750	48 750
Impôt	115 500	32 500	32 500	180 500
Résultat	173 250	48 750	48 750	270 750
Résultat part du groupe	NC	NC	NC	231 750
Résultat des minoritaires	NC	NC	NC	39 000

Ratios

	Holding	Alpha	Bêta	Groupe
Rentabilité économique	40 %	8 %	8 %	20 %
Coût de l'endettement	3 %	3 %	3 %	3 %
Taux d'endettement	100 %	100 %	100 %	185,71 %
Rentabilité financière	77 %	13 %	13 %	51,57 %
Rentabilité financière part du groupe	NC	NC	NC	103 %
Rentabilité financière des minoritaires	NC	NC	NC	13 %
% de contrôle	100 %	60 %	60 %	NC
% d'intérêt	100 %	60 %	60 %	NC

Effet de levier **holding** : $77 \% = 40 \% + (40 \% - 3 \%) 100 \%$.

Effet de levier **Alpha** : $13 \% = 8 \% + (8 \% - 3 \%) 100 \%$.

Effet de levier **Bêta** : $13 \% = 8 \% + (8 \% - 3 \%) 100 \%$.

Effet de levier **groupe** : $51,57 \% = 20 \% + (20 - 3 \%) 185,71 \%$.

Effet de levier **capitaux propres part de groupe** :

$$103 \% = 51,57 \% + (51,57 \% - 13 \%) \times \frac{300\,000}{225\,000}$$

Effet de levier négatif **capitaux propres minoritaires** :

$$13 \% = 51,57 \% + (51,57 \% - 103 \%) \times \frac{225\,000}{300\,000}$$

Dans le cadre de la formule de constitution d'une société unique nous obtenons le bilan et le compte de résultat suivant :

Bilan de la société anonyme Thor

Actif		Passif	
Immobilisations	1 000 000	Capitaux propres	750 000
BFR	500 000	Bénéfice	277 500
Trésorerie	277 500	Endettement	750 000
Totaux	1 500 000	Totaux	1 500 000

REMARQUE

Par hypothèse simplificatrice, nous posons un bénéfice entièrement encaissé.

Compte de résultat de la société anonyme Thor

Charges		Produits	
Achats consommés	8 000 000	Ventes	10 200 000
Charges externes	700 000		
Charges de personnel	1 000 000		
Intérêts	37 500		
Impôt	185 000		
Résultat	277 500		

Ratios

Rentabilité économique	20 %
Coût de l’endettement	3 %
Taux d’endettement	100 %
Rentabilité financière	37 %

Effet de levier positif :

$37 \% = 20 \% + (20 \% - 3 \%) \times 100 \%$

La rentabilité économique dépassant le coût du financement externe, nous obtenons une rentabilité des capitaux propres supérieure bénéficiant tant à l’actionnaire majoritaire qu’aux actionnaires minoritaires et dans les mêmes proportions, pour autant qu’on ait opté pour la formule d’une société unique.

Compte tenu des tarifs commerciaux pratiqués, la rentabilité économique du groupe (identique à celle de la société unique), soit 20 %, est localisée sur la holding de façon privilégiée (40 %) au détriment des filiales (8 %).

Par son contrôle exclusif, la société mère fixe le prix de vente des marchandises vendues aux filiales. Ce procédé permet de transférer du résultat d'exploitation des filles vers la mère, et donc du rendement économique des capitaux investis.

L'effet de levier sera donc plus fort au niveau de la holding que des filiales ; le rendement des fonds propres est plus élevé chez la holding (77 %) comparé à ceux constatés chez les filiales (13 %).

En outre, une partie (60 %) des résultats des filiales appartient à la holding sans pour autant que l'actionnaire majoritaire Thor ait participé directement au financement des filiales.

Pour une mise de 225 000 €, l'investisseur majoritaire engrange la totalité du résultat de la holding et 60 % du résultat des filiales, c'est-à-dire :

$$173\,250\text{ €} + (60\% \times 48\,750\text{ €} \times 2) = 231\,750\text{ €}$$

Soit une rentabilité de 103 %, ($231\,750\text{ €} / 225\,000\text{ €}$).

En somme, l'actionnariat majoritaire gagne sur les capitaux apportés par lui-même, mais aussi sur ceux apportés par les minoritaires : nous pouvons parler d'un second effet de levier.

La structure du groupe permet un élargissement de l'endettement ; l'endettement du groupe représente 175,71 % des capitaux propres alors qu'au niveau de chaque société, il ne représente que 100 %.

L'effet de levier est donc plus fort, la rentabilité financière pour l'ensemble des actionnaires (majoritaires et minoritaires) est de 51,57 %. Cette majoration de la capacité d'endettement n'a profité qu'au majoritaire et celui-ci a réduit sa mise de moitié.

Les minoritaires ont apporté chacun 150 000 €, somme identique à celle apporté dans le cadre d'une société unique. La structure du groupe a privé les minoritaires d'une partie importante de la rentabilité économique dont ils assument les risques. En fait, le

rendement des fonds propres des majoritaires s'élève au détriment de celui des minoritaires.

Sans structure de groupe, le rendement des fonds propres serait de 37 % du fait d'un premier effet de levier (la rentabilité économique dépasse le coût de l'endettement).

Avec la structure du groupe, la capacité d'endettement s'élargit et le rendement des fonds propres passe à 51,57 % pour l'ensemble des actionnaires.

Avec la structure du groupe, le majoritaire s'accapare la réduction des apports en fonds propres issus de l'augmentation de la capacité d'endettement et organise un transfert des marges opérationnelles sur la holding. Le rendement des fonds propres des minoritaires s'en trouve réduit ; ayant apporté 300 000 €, le résultat à leur disposition n'est plus que de :

$$48\,750\,€ \times 40\,\% \times 2 = 39\,000\,€$$

Soit 13 %.

Le majoritaire va pouvoir s'accaparer une partie de la performance des capitaux minoritaires s'ajoutant à la performance de ses propres capitaux. Pour une mise de 225 000 € :

$$300\,000\,€ \times (51,57\,\% - 13\,\%) + 225\,000\,€ \times 51,57\,\% = 231\,750\,€$$

Soit 103 %.

Il s'agit d'un second effet de levier qui résulte d'un rendement des capitaux propres totaux supérieur au rendement des capitaux propres minoritaires.

$$103\,\% = 51,57\,\% + (51,57\,\% - 13\,\%) \times 300\,000\,€ / 225\,000\,€$$

La structure du groupe permet de dissocier les intérêts des minoritaires de ceux des majoritaires, de gérer le financement par les minoritaires comme un financement externe et donc avec le même type d'effet de levier.

La gestion d'un groupe consiste ainsi à répartir inéquitablement les effets de l'augmentation de la capacité d'endettement, à transférer les bénéfices là où le pourcentage d'intérêt des majoritaires est le plus fort et enfin à localiser les risques sur les capitaux minoritaires.

2 Généralisation

La structure du groupe a des incidences sur la répartition des pouvoirs entre les associés, sur la capacité d'endettement et sur le rendement des fonds propres. Elle permet à l'actionnariat majoritaire de conserver un contrôle exclusif sur des filiales sans pour autant apporter l'intégralité des fonds propres. Ainsi, le financement minoritaire se trouve au niveau des filiales. L'actionnariat minoritaire voit son pouvoir limité à la sphère d'une filiale.

La stratégie du groupe consiste à isoler chaque minoritaire au niveau d'une filiale. Chaque minoritaire est concerné par les affaires de la filiale pour laquelle il participe au financement ; les solidarités qui existeraient dans le cadre d'une société unique n'existent plus entre les minoritaires. La structure de groupe permet de réduire le pouvoir des minoritaires par l'écran d'une société holding.

La structure de groupe cantonne le pouvoir des minoritaires au niveau des filiales et gomme ainsi toute concertation. Le groupe permet une augmentation de la capacité d'endettement et donc une réduction de la mise des investisseurs majoritaires.

Cette situation résulte du fait que les prêteurs financent deux fois les actifs appartenant aux majoritaires ; une première fois au niveau des filiales sur les actifs économiques du groupe, une seconde fois au niveau de la holding par le financement des titres de participation.

Pour une couverture par emprunt de 50 %, la mise des majoritaires est ainsi divisée par deux.

La multiplication des entités juridiques augmente la capacité d'endettement. Cet effet est maximum lorsque toutes les activités économiques sont localisées au niveau des filiales et que l'augmentation de la capacité d'endettement n'influe pas sur la mise des minoritaires. La répartition des actifs économiques a donc un effet réel sur la capacité d'endettement et donc la mise des majoritaires.

La structure de groupe autorise une amélioration du rendement des fonds propres des majoritaires par l'augmentation de l'endettement, mais aussi par les transferts des marges des filiales vers la holding.

Tout déplacement du résultat des filiales vers la holding enrichit les majoritaires au détriment des minoritaires. Les modes de transfert sont divers ; le groupe rationalise l'opposition des différentes catégories d'actionnaires.

Dans un système capitaliste, le critère fondamental de la gestion est la maximisation du taux de rentabilité des capitaux propres.

Dans le cadre d'une structure de groupe, le problème consiste à identifier les actionnaires pour lesquels la rentabilité doit être maximisée. Compte tenu des spécificités du groupe, certaines décisions impactent différemment sur les majoritaires ou les minoritaires.

Deux voies sont utilisées pour apprécier la rentabilité :

- l'approche comptable selon laquelle le ratio de la rentabilité des capitaux propres est utilisé (résultat net / capitaux propres) ;
- l'approche financière selon laquelle il convient de calculer le taux interne de rentabilité des capitaux propres et le comparer au taux de rentabilité requis pour un risque analogue.

Que l'approche soit comptable ou financière, la rentabilité ne peut être appréciée ni au niveau de l'ensemble des capitaux consolidés, ni au niveau de la holding ; elle doit être appréciée au regard des seuls capitaux investis par les majoritaires.

Dans une structure de groupe, l'objectif est de maximiser la rentabilité des capitaux propres majoritaires.

3 La circulation des capitaux dans les groupes

3.1 La distribution de dividendes

Il s'agit de distribuer le résultat net d'une filiale au profit d'une autre détentrice de tout ou partie de son capital. La souplesse de la technique est faible dans la mesure où le flux ne peut être dirigé que vers la société mère ou la société sœur participant au capital, et ce, sans en priver les minoritaires.

3.2 Les prêts ou emprunts internes

La technique consiste à demander à une filiale de faire un prêt à une autre filiale. La souplesse de ce type d'opération est grande,

compte tenu de sa réversibilité. Ce procédé permet de transférer la trésorerie d'une société à l'autre.

L'entreprise prêteuse doit facturer un intérêt en fonction de la façon dont elle-même se finance.

3.3 Les augmentations du capital

La technique consiste à faire passer des fonds d'une société à l'autre en faisant participer les sociétés du groupe aux augmentations du capital.

3.4 Les mouvements commerciaux

Cette technique consiste à manipuler le prix de vente ou d'achat intragroupe pour faire passer des fonds d'une entité à l'autre. En jouant sur les crédits commerciaux accordés, il sera possible de masquer des financements internes.

3.5 Les politiques d'assistance

L'assistance peut être de type **technologique** : contrats de concession de licence accordés par la société concédante (en général, la mère détentrice des brevets) moyennant paiement d'une redevance proportionnelle aux ventes, ou assistance technique rémunérée par une redevance.

L'assistance peut être de type **administratif** : répartition des frais généraux du siège, facturation de services rendus ou d'interventions plus ou moins réels, embauche d'un salarié travaillant pour une autre société du groupe.

3.6 Les cessions d'actifs

Les groupes ont souvent l'occasion d'effectuer des opérations de cessions d'immobilisations. Le poste le plus concerné est celui des immobilisations financières compte tenu de la forte subjectivité des valorisations et des transferts de technologies sous-jacents.

ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS

4.1 Société Paphos

Monsieur Keys envisage de céder en totalité la société Paphos dont il est l'unique propriétaire à une holding de rachat. Une large fraction du prix de rachat sera financée par une combinaison de plusieurs types de dettes. Le prix de rachat de la société Paphos a été fixé à 10 000 000 €.

Le capital de la holding de rachat est composé de 1 000 titres d'un nominal de 1 000 €. Le financement sera composé de fonds propres, d'un endettement senior, d'un endettement mezzanine et d'un crédit vendeur.

Les fonds propres s'élèveront à 1 000 000 € et se ventileront de la façon suivante :

- apports de la part des salariés actuels à hauteur de 600 000 €, soit 600 titres ;
- apports de la part de BNP Paribas Investissement à hauteur de 400 000 €, soit 400 titres.

La dette senior sera globalement de 6 000 000 € et se décomposera de la façon suivante :

- un emprunt sur deux ans de 2 000 000 € au taux de 4 % par remboursement annuel constant ;
- un emprunt sur quatre ans de 2 000 000 € au taux de 4,5 % par remboursement annuel constant ;
- un emprunt sur cinq ans de 2 000 000 € au taux de 5,5 % par remboursement annuel constant.

L'endettement mezzanine sera négocié de la façon suivante :

- des obligations à bons de souscription d'actions pour un montant de 1 000 000 €. Il s'agit de 1 000 obligations souscrites par BNP Paribas Investissement d'un nominal de 1 000 € échéant dans six ans ; le taux nominal est de 6 % ; l'émission et le remboursement *in fine* se font au pair. À chaque obligation est attaché un bon de souscription d'action. Chaque bon permet de souscrire une action fin N+4 au prix de 500 € ;

Chapitre 4 ■ Les effets de levier et LBO

– des obligations remboursables en actions pour un montant de 1 000 000 €.

Il s’agit de 1 000 obligations d’un nominal de 1 000 € ; le taux nominal est de 6 % ; dans six ans, une obligation sera remboursée par la remise de deux actions. Les ORA sont entièrement souscrites par les salariés.

Le crédit vendeur de 1 000 000 €, remboursable en totalité dans six ans au taux de 7 %, est envisagé.

Bilan de la société Paphos fin d’année N

Actif		Passif	
Immobilisations*	1 000 000	Capital	1 000 000
Besoin en fonds de roulement	500 000	Réserves	500 000
Trésorerie	300 000	Résultat	300 000
Totaux	1 800 000	Totaux	1 800 000

*À amortir sur les quatre ans à venir.

Compte de résultat de la société Paphos fin d’année N

Charges		Produits	
Charges variables d’exploitation	7 000 000	Chiffres d’affaires	10 000 000
Charges fixes d’exploitation hors dotations	1 000 000		
Dotation aux amortissements	200 000		
Impôt	600 000		
Résultat net comptable	1 200 000		

Une progression annuelle du chiffre d’affaires de l’ordre de 8 % est envisagée.

Le taux de charges variables sera de 50 % dans les années à venir. Pour l’avenir, les charges fixes hors dotations seront minorées de 10 %. Le taux d’imposition est à considérer pour 1/3.

Des investissements de 400 000 € sont à envisager au début de chacune des années à venir. L’amortissement se pratique linéairement sur cinq ans.

Compte tenu d’une gestion adaptée du cycle d’exploitation, nous envisageons une variation du BFRE de 10 % l’an.

I ■ Travail à faire

- 1 ■ Présenter le plan de financement de la holding de rachat. Dans une perspective d'une trésorerie égale à zéro, vous en déduirez les dividendes à recevoir de la filiale opérationnelle. Vous considérez les économies d'impôts issues de l'intégration fiscale. Le bénéfice fiscal de la filiale dépasse le déficit fiscal de la holding. Diverses charges de structure sont à envisager pour un montant annuel de 10 000 €.
- 2 ■ Présenter le plan de financement de la filiale rachetée.
- 3 ■ Commenter, d'une part, les conditions de réussite du montage financier envisagé et, d'autre part, l'intérêt de ce rachat pour les différents protagonistes.

4.2 Société World

Monsieur Inari envisage de céder début N+1 la totalité du capital de la société World à une holding de rachat, la société Honnigsväg. La société World a été valorisée 1 000 000 € par une méthode d'actualisation au coût du capital des flux de trésorerie d'exploitation nets disponibles des cinq années à venir, la valeur terminale est négligée ; il s'agit d'une méthode de *discounted cash flows* (DCF). Un arrondi au millier d'euros le plus proche a été posé. Le capital de la société Honnigsväg est composé de 1 000 titres d'un nominal de 100 €.

Les apports seront les suivants :

- apports de la part des salariés de la société World à hauteur de 50 000 €, soit 500 titres ;
- apports de la part d'une société de capital risque, la société Kiruna, à hauteur de 50 000 €, soit 500 titres.

Au-delà des apports en fonds propres, le financement de la société Honnigsväg sera composé d'un endettement senior, d'un endettement mezzanine et d'un crédit vendeur.

La dette senior sera globalement de 500 000 € et correspondra à un emprunt à cinq ans au taux de 6 % avec remboursement *in fine*.

L'endettement mezzanine correspondra à une émission d'obligations échangeables en actions (OEA).

Il s’agit de 1 000 obligations émises au nominal de 100 €. Tant le prix d’émission que le prix de remboursement correspondront au nominal. Les OEA sont entièrement souscrites par les salariés de la société World. Le taux nominal est de 6 %. La date d’échéance se situe fin N+5 ; à cette date les obligations détenues par les salariés seront obligatoirement échangées en actions détenues par la société de capital risque Kiruna ; pour deux obligations, une action sera remise. La société Honnigsväg remboursera la société Kiruna dans les conditions fixées à l’origine.

Le crédit vendeur de 300 000 € remboursable en totalité dans cinq ans au taux de 6 % est envisagé.

Bilan de la société World fin d’année N

Actif		Passif	
Immobilisations*	800 000	Capital	100 000
Besoin en fonds de roulement	200 000	Réserves	700 000
		Résultat	200 000
Totaux	1 000 000	Totaux	1 000 000

*À amortir sur les quatre ans à venir.

Compte de résultat de la société World fin d’année N

CHARGES		PRODUITS	
Charges variables d’exploitation	4 000 000	Chiffres d’affaires	5 000 000
Charges fixes d’exploitation hors dotations	500 000		
Dotation aux amortissements	200 000		
Impôt	100 000		
Résultat net comptable	200 000		

Une progression annuelle du chiffre d’affaires est envisagée sur un horizon explicite de croissance de cinq ans.

En N+1 les ventes progresseraient de 4 %.

En N+2 les ventes progresseraient de 4 %.

En N+3 les ventes progresseraient de 3 %.

En N+4 les ventes progresseraient de 3 %.

En N+5 les ventes progresseraient de 2 %.

Le taux de charges variables serait de 75 % dans les années à venir.

Pour l’avenir, les charges fixes hors dotations seront minorées de 10 %.

Le taux d’imposition est à considérer pour 1/3.

Des investissements sont à envisager à la fin de chacune des années à venir.

L’amortissement se pratique linéairement sur quatre ans.

Compte tenu d’une gestion adaptée du cycle d’exploitation, nous envisageons une variation du BFRE proportionnelle à la progression des ventes.

I ■ Travail à faire

- 1 ■ Présenter le plan de financement de la filiale rachetée sachant que 60 % de la capacité d’autofinancement de l’exercice précédent seront distribués aux actionnaires à la fin de l’exercice suivant, 40 % de la capacité d’autofinancement de l’exercice précédent permettront de réaliser des investissements tant pour maintenir le potentiel de production que pour accompagner la croissance, et ce, à la fin de l’exercice suivant. Par exception pour l’année N+1, nous distribuerons aux actionnaires 60 % du résultat de l’exercice N et nous investirons à hauteur de 40 % du résultat de l’année N, et ce, en fin d’année N+1.
- 2 ■ Calculer le taux d’actualisation (coût du capital) utilisé pour en arriver à une valorisation de la société World à hauteur de 1 000 milliers d’euros. Pour répondre à cette question, utiliser le tableau ci-dessous.

		N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Capacité d’autofinancement exploitation	+					
Variation du BFRE	-					
Flux de trésorerie d’exploitation	=					
Investissements	-					
Flux de trésorerie d’exploitation disponibles	=					

3 ■ Présenter le plan de financement de la holding de rachat sachant qu'un dividende représentant 15 % de leur apport en capital sera versé aux actionnaires tous les ans et ce dès la fin de l'année N+1. Diverses charges de structure sont à envisager pour un montant annuel de 10 000 €. Compte tenu du lien en capital entre la mère et la fille, nous pouvons envisager une intégration fiscale. Le régime fiscal mère-fille trouvera à s'appliquer : les dividendes reçus par la mère de la part de sa fille ne seront pas imposés.

4 ■ Apprécier la rentabilité des capitaux investis tant par la société de capital risque Kiruna que par les salariés.

4.3 Société Taos

Monsieur Taos envisage de céder, début N+1, 70 % du capital de la société White Sands à une holding de rachat, la société Denver.

La société White Sands a été valorisée 5 000 000 € par une méthode d'actualisation au coût des fonds propres des flux de trésorerie nets disponibles pour les actionnaires et d'une valeur terminale des capitaux propres ; il s'agit d'une méthode de *discounted cash flows* (DCF). Un arrondi au millier d'euros le plus proche a été posé.

Le capital de la société Denver est composé de 1 000 titres d'un nominal de 1 000 €.

Les apports seront les suivants :

- apports de la part du management de la société White Sands à hauteur de 400 000 €, soit 400 titres ;
- apports de la part d'une société de capital risque, la société Cactus, à hauteur de 600 000 €, soit 600 titres.

Au-delà des apports en fonds propres, le financement de la société Denver sera composé d'un endettement senior, d'un endettement mezzanine et d'un crédit vendeur.

La dette senior sera globalement de 1 000 000 € et se décomposera de la façon suivante :

- un emprunt sur deux ans de 500 000 € au taux de 4 % par remboursement annuel constant ;

– un emprunt sur quatre ans de 500 000 € au taux de 5 % par remboursement *in fine*.

L’endettement mezzanine correspondra à une émission d’obligations convertibles en actions (OCA).

Il s’agit de 1 000 obligations émises au nominal de 500 €. Tant le prix d’émission que le prix de remboursement correspondront au nominal. Les OCA sont entièrement souscrites par le management de la société White Sands. Le taux nominal est de 6 %. La date d’échéance se situe fin N+5 ; à cette date les obligataires pourront demander la conversion en actions de la société émettrice ; dans ce cas, pour une obligation, une action sera remise. Tous les obligataires demanderont la conversion.

Le crédit vendeur de 1 000 000 € remboursable en totalité dans six ans au taux de 7 % est envisagé.

Bilan de la société White Sands fin d’année N

Actif		Passif	
Immobilisations*	500 000	Capital	10 000
Besoin en fonds de roulement	100 000	Réserves	500 000
Trésorerie	210 000	Résultat	200 000
		Dettes financières	100 000
Totaux	810 000	Totaux	810 000

* À amortir sur les cinq ans à venir

Compte de résultat de la société White Sands fin d’année N

Charges		Produits	
Charges variables d’exploitation	5 000 000	Chiffres d’affaires	8 000 000
Charges fixes d’exploitation hors dotations	2 500 000		
Dotation aux amortissements	200 000		
Impôt	100 000		
Résultat net comptable	200 000		

Une progression annuelle du chiffre d’affaires est envisagée sur un horizon explicite de croissance de six ans.

En N+1 les ventes progresseraient de 10 %.

En N+2 les ventes progresseraient de 20 %.

En N+3 les ventes progresseraient de 30 %.

En N+4 les ventes progresseraient de 20 %.

En N+5 les ventes progresseraient de 10 %.

En N+6 les ventes progresseraient de 5 %.

Le taux de charges variables serait de 50 % dans les années à venir.

Pour l'avenir, les charges fixes hors dotations seront minorées de 20 %.

Le taux d'imposition est à considérer pour 1/3.

Des investissements sont à envisager à la fin de chacune des années à venir.

L'amortissement se pratique linéairement sur cinq ans.

Compte tenu d'une gestion adaptée du cycle d'exploitation, nous envisageons une variation du BFRE correspondant à la moitié de la progression des ventes.

Au-delà de l'horizon explicite de croissance, nous envisageons un horizon implicite de maturité avec une progression du flux de trésorerie d'exploitation disponible de 2 % l'an.

Le coût des fonds propres à utiliser, tant pour l'actualisation des flux de trésorerie nets que pour la capitalisation en rente perpétuelle croissante, est de 40 %.

■ *Travail à faire*

1 ■ Présenter le plan de financement de la filiale rachetée sachant que 60 % des bénéfices de l'exercice précédent seront distribués aux actionnaires, 30 % de ses bénéfices de l'exercice précédent permettront de réaliser des investissements, tant pour maintenir le potentiel de production que pour accompagner la croissance, et 10 % des bénéfices de l'exercice précédent (dans la limite du capital restant à rembourser) seront consacrés à la réduction de l'endettement financier. Les intérêts représenteront 5 % des dettes financières à la clôture de l'exercice précédent.

2 ■ Présenter le plan de financement de la holding de rachat sachant qu'un dividende représentant 40 % de leur apport en capital sera versé aux actionnaires. Diverses charges de structure sont à

envisager pour un montant annuel de 20 000 €. Compte tenu du lien en capital entre la mère et la fille, nous ne pouvons envisager une intégration fiscale. Le régime fiscal mère-fille trouvera à s'appliquer : les dividendes reçus par la mère de la part de sa fille ne seront pas imposés et nous négligerons la réintégration des 5 % pour frais.

3 ■ Au regard du plan de financement de la filiale rachetée, justifier sa valorisation par une méthode des *discounted cash flows*. Vous actualiserez au taux de 40 % les flux de trésorerie nets à disposition de l'actionnariat tout en tenant compte d'une valeur terminale des capitaux propres. Pour répondre à cette question, vous utiliserez le tableau en annexe (voir page suivante).

4 ■ Commenter l'équilibre financier du montage envisagé.

Annexe

Chiffre d'affaires	+
Charges variables	—
Charges fixes d'exploitation	—
Dotation aux amortissements	—
Résultat imposable exploitation	=
Impôt exploitation	—
Résultat net d'exploitation	=
Dotation aux amortissements	+
Capacité d'autofinancement exploitation	=
Variation du BFRE	—
Flux de trésorerie d'exploitation	=
Investissements	—
Flux de trésorerie d'exploitation disponibles	=
Intérêts	—
Remboursement des emprunts	—
Flux de trésorerie nets (actionnariaux)	=

4.4 Société Mohican

La société Apache est une holding pure, c'est-à-dire strictement financière ; elle détient des participations dans le capital de nombreuses sociétés aux activités industrielles et commerciales variées.

Les titres émis par la société Apache sont cotés sur le premier marché parisien. Le cours en Bourse de l'action poursuit une progression régulière depuis dix ans ; actuellement, il se situe à son plus haut niveau historique, à savoir environ 32 €.

L'actif net comptable corrigé par action, c'est-à-dire la valeur mathématique, est de 55 €.

Une certaine décote résulte d'une absence de transparence financière et d'un positionnement sur plusieurs secteurs compliquant la diversification des portefeuilles des investisseurs.

La société Apache émet des valeurs mobilières sur les marchés financiers afin d'assurer le financement de ses filiales opérationnelles ; son périmètre de cotation est large.

Régulièrement, la société Apache émet des emprunts obligataires pour pouvoir participer aux augmentations du capital de ses filiales ou leur prêter les fonds nécessaires à leurs projets, ou pour leur louer les équipements préalablement achetés.

Début N, la société Mohican est créée.

Au terme du projet, c'est-à-dire fin N+4, la société Mohican sera dissoute.

Le capital de la société Mohican est composé de 1 000 000 d'actions.

La société Apache porte 60 % du capital de sa filiale Mohican ; son contrôle est exclusif.

Le reste du capital est aux mains de petits porteurs peu soucieux des stratégies économique et financière définies par la holding ; pour l'essentiel, ils n'exerceront pas leurs droits de vote.

Le développement stratégique du groupe implique une réflexion sur les levées de capitaux permettant à la société Mohican (société non cotée) de saisir les opportunités économiques propres à son secteur, notamment dans la production et la commercialisation des

cartons d'emballage ; de sa capacité à mobiliser des fonds dépend sa position de leader.

Dans le cadre du remodelage du groupe, un administrateur a proposé une moindre participation au capital de Sioux (société cotée), et cette proposition a été retenue par le comité stratégique : en effet, les activités de la société Sioux sont éloignées des préoccupations du groupe, il devient souhaitable de se recentrer en abandonnant les activités en déclin. Le capital de la société Sioux est composé de 500 000 titres ; la holding Apache détient 80 % de ce capital.

Les titres Sioux sont à considérer comme un équivalent de trésorerie pour leur cours en Bourse ; leur diminution au bilan augmente donc mécaniquement l'endettement net ou diminue la trésorerie nette.

Une cession sur le marché secondaire est peu envisageable compte tenu d'un carnet d'ordres peu fourni à l'achat, et donc des effets négatifs d'une telle cession sur le cours en Bourse.

Les dirigeants de la société Mohican ont défini un programme d'investissement nécessitant des décaissements de 12 000 000 \$ début N, de 8 000 000 \$ début janvier N+1 et de 4 000 000 \$ début janvier N+2.

Il convient de remarquer que ces investissements sont entièrement facturés en dollars : les meilleures conditions tant de prix que de qualité ont en effet été obtenues auprès d'un fournisseur américain.

Les flux d'exploitation générés par le projet seraient les suivants.

- Fin N+2 : 40 000 000 €.
- Fin N+3 : 10 000 000 €.
- Fin N+4 : 5 000 000 €.

Le faible bénéfice de l'année N+4 est dû à une remise aux normes des espaces utilisés.

La société Mohican achète auprès de son banquier une première option d'achat à l'européenne portant sur 8 000 000 \$, date d'échéance début janvier N+1, prix d'exercice 1 \$ = 0,80 €, prime 8 000 € payée début janvier N et une seconde portant sur 4 000 000 \$, date d'échéance début janvier N+2, prix d'exercice 1 \$ = 0,80 €, prime 4 000 € payée début janvier N.

Les parités présentes et anticipées sont à considérer de la façon suivante.

- Début janvier N : 1 \$ = 0,80 €.
- Début janvier N+1 : 1 \$ = 0,90 €.
- Début janvier N+2 : 1 \$ = 0,95 €.

Les dirigeants de la société Mohican ont défini les conditions d'une émission d'actions à réaliser début janvier N, d'un prêt bancaire à obtenir début janvier N+1 et d'une cession d'un ensemble immobilier à réaliser début janvier N+2.

Les conditions de l'opération « augmentation du capital » peuvent être résumées de la façon suivante : émission de 10 000 actions ; le prix d'émission de l'action est de 861,20 €, il est fonction d'une évaluation préalable de la société Mohican reposant sur une méthode par anticipation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles (*free cash flows*). Tous les actionnaires exercent leur droit préférentiel de souscription.

Les conditions du prêt bancaire peuvent être résumées de la façon suivante : la Banque du Nord prête 2 000 000 € au taux de 5 % remboursable fin N+4.

Les conditions de l'opération « cession de l'ensemble immobilier » peuvent être résumées de la façon suivante : la société Mohican cédera à la Banque du Nord un ensemble immobilier pour un prix de 1 000 000 €, puis la société Mohican louera ce même ensemble dans le cadre d'un crédit-bail aux conditions suivantes : durée du contrat trois ans, redevance annuelle à terme échu de 300 000 €, coût de levée d'option 200 000 €.

Début N, la société Apache prête à sa filiale Mohican 1 000 000 € au taux de 7 % avec remboursement en totalité fin N+4.

Les dirigeants de la société Apache optent pour l'émission début janvier N d'obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANE) et pour l'émission début janvier N+1 d'obligations à bons de souscription d'obligations (OBSO).

Les conditions de l'opération « OCEANE » peuvent être résumées de la façon suivante.

- Émission au pair de 40 000 obligations d'un nominal de 100 €.
- Remboursement au pair en totalité dans cinq ans (in fine).
- Taux nominal : 2 %.
- Option de conversion en actions de la société Apache : à compter de début janvier N+3, et jusqu'à l'échéance de l'emprunt, il sera possible de demander la conversion à raison d'une obligation pour deux actions.
- Option d'échange en actions de la société Sioux : à compter de début janvier N+3, et jusqu'à l'échéance de l'emprunt, il sera possible de demander l'échange à raison d'une obligation pour trois actions.

Les conditions de l'opération « OBSO » peuvent être résumées de la façon suivante.

- Émission au pair début N+1 de 2 000 obligations d'un nominal de 1 000 €.
- Taux nominal 3 %.
- Remboursement au pair fin décembre N+4.
- À chaque obligation est attaché un bon, deux bons permettant de souscrire une obligation d'un nominal de 1 000 € début janvier N+2, prix d'émission et de remboursement : 1 000 €, remboursement fin décembre N+4, taux nominal 7 %.

La société Mohican réinvestit ses excédents de trésorerie au taux de 6 %.

La société Apache réinvestit ses excédents de trésorerie au taux de 7 %.

Les actionnaires de la société Apache réinvestissent leurs excédents de trésorerie au taux de 10 %.

Les actionnaires minoritaires de la société Mohican réinvestissent leurs excédents de trésorerie au taux de 4 %.

Il convient de remarquer que la société Mohican facture exclusivement en euros.

Fin décembre N+4, l'action Apache cote 50 €, l'action Sioux 40 €.

I ■ Travail à faire

- 1 ■ Calculer le taux interne de rentabilité globale du projet d'investissement avant impôt envisagé par la société Mohican.
- 2 ■ Calculer le taux de revient actuariel brut (TRAB) du financement par cession-bail envisagé par la société Mohican, puis le TRAB de l'ensemble du financement par endettement et assimilé envisagé par la société Mohican.
- 3 ■ Déterminer le taux interne de rentabilité globale des intérêts minoritaires.
- 4 ■ En raisonnant au niveau de la société Mohican, déterminer le taux interne de rentabilité globale des fonds propres investis par la holding.
- 5 ■ Sachant que, fin décembre N+4, les détenteurs des OCEANE de la société Apache optent pour un échange en actions de la société Sioux, calculer le taux de revient actuariel brut de ce financement.
- 6 ■ Calculer le taux de revient actuariel brut (TRAB) du financement par émission des OBSO.
- 7 ■ Calculer le taux de revient actuariel brut de l'ensemble du financement envisagé par la société Apache, c'est-à-dire par émission des OCEANE et par émission des OBSO.
- 8 ■ Déterminer le taux interne de rentabilité globale des fonds propres part du groupe.
- 9 ■ Début N+4, les actionnaires de la holding Apache souhaitent que la holding Apache achète aux minoritaires leur participation au capital de Mohican ; à savoir 40 % du capital. En effet, les actionnaires de la holding disposent d'informations privilégiées ; ils savent que la dernière année d'exploitation se caractérisera par un flux d'exploitation de 50 000 milliers d'euros et non pas de 5 000 milliers d'euros selon les prévisions d'origine et comme le croient toujours les actionnaires minoritaires. Au regard de cette asymétrie d'informations, la holding Apache achète aux minoritaires leurs titres pour 800 milliers d'euros. Déterminer la rentabilité espérée de cet achat de titres auprès des minoritaires et son impact sur la rentabilité financière part du groupe.
- 10 ■ Commenter les résultats, notamment en termes d'effets de levier

CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS

4.1 Société Paphos

1.

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Charges de structure	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
Intérêts emprunt 2 ans	(80)	(40)				
Intérêts emprunt 4 ans	(90)	(68)	(45)	(23)		
Intérêts emprunt 5 ans	(110)	(88)	(66)	(44)	(22)	
Intérêts OBSA	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)
Intérêts ORA	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)
Intérêts crédit vendeur	(70)	(70)	(70)	(70)	(70)	(70)
Base imposable	(480)	(396)	(311)	(267)	(222)	(200)
Économie d'impôt	160	132	104	89	74	67
Capacité d'autofinancement*	(320)	(264)	(207)	(178)	(148)	(133)

*Capacité d'autofinancement hors dividendes reçus.

RESSOURCES	Début N+1	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4	Fin N+5	Fin N+6
Apport en fonds propres	1 000						
Endettement Senior	6 000						
Émission des OBSA	1 000						
Émission des ORA	1 000						
Crédit vendeur	1 000						
Exercice des BSA					500		
Totaux	10 000				500		

EMPLOIS	Début N+1	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4	Fin N+5	Fin N+6
CAF hors dividendes		320	264	207	178	148	133
Remb. emprunt 2 ans		1 000	1 000				
Remb. emprunt 4 ans		500	500	500	500		
Remb. emprunt 5 ans		400	400	400	400	400	
Remb. OBSAR							1 000
Remb. Crédit vendeur							1 000
Rachat	10 000						
Totaux	10 000	2 220	2 164	1 107	1 078	548	2 133
Dividendes à recevoir		2 220	2 164	1 107	578	548	2 133

2.

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Chiffre d'affaires	10 800	11 664	12 597	13 605	14 693	15 868
Charges variables	5 400	5 832	6 298	6 802	7 346	7 934
Charges fixes	900	900	900	900	900	900
Dotation aux amortissements	330	410	490	570	400	400
Base imposable	4 170	4 522	4 909	5 333	6 047	6 634
Impôt	1 390	1 507	1 636	1 778	2 016	2 211
Résultat net	2 780	3 015	3 273	3 555	4 031	4 423
Capacité d'autofinancement	3 110	3 424	3 763	4 125	4 431	4 823

RESSOURCES	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Capacité d'autofinancement	3 110	3 424	3 763	4 125	4 431	4 823
Totaux	3 110	3 424	3 763	4 125	4 431	4 823
EMPLOIS	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Distribution de dividendes	2 220	2 164	1 107	578	548	2 133
Investissements	400	400	400	400	400	400
Variation du BFRE	50	55	61	67	73	80
Totaux	2 670	2 619	1 568	1 045	1 021	2 613

EMPLOIS	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Variation trésorerie	440	805	2 195	3 080	3 410	2 210
Trésorerie	740	1 545	3 740	6 820	10 230	12 440

3. Nous pouvons remarquer que la trésorerie du groupe devrait être largement excédentaire sur les six années à venir. Les performances opérationnelles de la filiale permettent d’honorer les engagements de la holding de rachat vis-à-vis des différents créanciers financiers ; tant l’endettement senior, l’endettement mezzanine que le crédit vendeur peuvent être remboursés aux différentes échéances et les intérêts payés. Au regard de ces excédents de trésorerie, la holding pourra envisager d’autres prises de contrôle ou des participations minoritaires. La réussite d’un LBO est conditionnée par la profitabilité opérationnelle de la cible rachetée ; cette profitabilité doit permettre de larges distributions de dividendes au profit de la mère. Le plan de désendettement de la holding doit être adapté aux marges opérationnelles de la filiale. Les exigences liées à la dette ne doivent pas annuler toute possibilité d’investissement opérationnel garantissant la continuité de l’exploitation. Ici, cette synchronisation est assurée.

L’intérêt de ce rachat pour Monsieur Keys est l’encaissement du prix de cession et son retrait de l’activité.

Moyennant une mise en fonds propres limitée, les salariés deviennent propriétaires de leur outil de travail ; ils se constituent ainsi un capital. Tout en parvenant au contrôle exclusif à terminaison, ils bénéficient de la présence dans le capital d’une signature prestigieuse, BNP Paribas. Cette présence d’un investisseur financier rassure les tiers et facilite l’accès au crédit et peut-être l’introduction en Bourse.

Pour BNP Paribas, la présence des salariés dans le capital garantit la stabilité du personnel, la réalisation des gains de productivité, les efforts entrepris. En somme, la présence d’un actionnariat salarié sécurise le placement de BNP Paribas.

Nous pouvons observer l’évolution du capital par le jeu de l’exercice des BSA appartenant à BNP Paribas et par le

remboursement en actions des obligations souscrites par les salariés.

% dans le capital	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Salariés	60	60	60	30	30	65
BNP Paribas	40	40	40	70	70	35

Quant aux différents créanciers financiers, ils ont pu faire leur métier de prêteur et obtenir une juste rémunération des risques pris.

4.2 Société World

1.

En milliers d'euros	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Chiffre d'affaires	5 200	5 408	5 570	5 737	5 852
Charges variables	3 900	4 056	4 178	4 303	4 389
Charges fixes d'exploitation	450	450	450	450	450
Dotation aux amortissements (800/4)	200	200	200	200	
Dotation aux amortissements (80/4)		20	20	20	20
Dotation aux amortissements (253/4)			63	63	63
Dotation aux amortissements (270/4)				68	68
Dotation aux amortissements (289/4)					72
Base imposable	650	682	659	633	790
Impôt versé à la société mère	217	227	220	211	263
Résultat net	433	455	439	422	527
Capacité d'autofinancement	633	675	722	773	750
Distribution de dividendes (60 %)	380	405	433	464	450
Investissements (40 %)	253	270	289	309	300

138

En milliers d'euros	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
RESSOURCES					
Capacité d'autofinancement	633	675	722	773	750
Totaux	633	675	722	773	750
EMPLOIS					
Distribution de dividendes	120	380	405	433	464
Investissements	80	253	270	289	309
Variation du BFRE	8	8	7	7	4
Totaux	208	641	682	729	777
Variation trésorerie	425	34	40	44	- 27
Trésorerie	425	459	499	543	516

2.

En milliers d'euros	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Capacité d'autofinancement exploitation	633	675	722	773	750
Variation du BFRE	8	8	7	7	4
Flux de trésorerie d'exploitation	625	667	715	766	746
Investissements	80	253	270	289	309
Flux de trésorerie d'exploitation disponibles	545	414	445	477	437

$$545 (1 + i)^{-1} + 414 (1 + i)^{-2} + 445 (1 + i)^{-3} + 477 (1 + i)^{-4} + 437 (1 + i)^{-5} = 1\,000$$

D'où $i = 38,03\%$ le coût du capital utilisé.

3.

En millier d'euros	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Dividendes reçus	120	380	405	433	464
Charges de structure	10	10	10	10	10
Intérêts emprunt 5 ans	30	30	30	30	30
Intérêts OEA	6	6	6	6	6
Intérêts crédit vendeur	18	18	18	18	18
Base imposable	- 64	- 64	- 64	- 64	- 64
Économie d'impôt	21	21	21	21	21
Capacité d'autofinancement	77	337	362	390	421

En milliers d'euros	Début N+1	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4	Fin N+5
RESSOURCES						
Capacité d'autofinancement		77	337	362	390	421
Apport en fonds propres	100					
Endettement Senior	500					
Émission des OEA	100					
Crédit vendeur	300					
Totaux	1 000	77	337	362	390	421
EMPLOIS						
Distribution de dividendes		15	15	15	15	15
Remboursement emprunt 5 ans						500
Remboursement OEA						100
Remboursement crédit vendeur						300
Achat des titres	1 000					
Totaux	1 000	15	15	15	15	915
Variation de la trésorerie	0	62	322	347	375	- 494
Trésorerie	0	62	384	731	1 106	612

4. Du point de vue de la société de capital risque Kiruna, la mise en fonds propres d'origine est de 50 milliers d'euros ; par la suite, un dividende de 15 % est encaissé. À terminaison, la société Kiruna échange ses actions contre des obligations et obtient un remboursement pour 100 milliers d'euros.

D'où l'équation ci-dessous :

$$7,5 (1 + i)^{-1} + 7,5 (1 + i)^{-2} + 7,5 (1 + i)^{-3} + 7,5 (1 + i)^{-4} + 107,5 (1 + i)^{-5} = 50$$

$i = 26,77 \%$, rentabilité des capitaux investis par la société Kiruna.

Du point de vue des salariés, la mise en fonds propres est de 150 milliers d'euros, à savoir 50 milliers d'euros pour la souscription des titres en capital et 100 milliers d'euros pour la souscription des OEA.

Les salariés encaissent annuellement 7,5 milliers d'euros de dividendes et 6 milliers d'euros de coupons obligataires.

À terminaison, compte tenu de l'échange en actions, les obligations ne leur sont pas remboursées mais ils deviennent propriétaires de la totalité de la holding Honnigsväg. Les capitaux propres de cette dernière s'élèvent à 1 612 milliers d'euros, à savoir le capital de 100 milliers d'euros et la somme de bénéfices non distribués de 1 512 milliers d'euros.

Pour le calcul des bénéfices non distribués, nous posons :

$$77 + 337 + 362 + 390 + 421 - (15 + 15 + 15 + 15 + 15) = 1\,512$$

D'où l'équation ci-dessous :

$$13,5 (1 + i)^{-1} + 13,5 (1 + i)^{-2} + 13,5 (1 + i)^{-3} + 13,5 (1 + i)^{-4} + (13,5 + 1\,612) (1 + i)^{-5} = 150$$

$i = 65,21 \%$, rentabilité des capitaux investis par les salariés.

Cependant, nous pouvons considérer que les titres World détenus par la société Honnigsväg doivent être évalués à hauteur des capitaux propres de la société World, à savoir les capitaux propres d'origine (1 000 milliers d'euros) majorés des bénéfices non distribués :

$$433 + 455 + 439 + 422 + 527 - 120 - 380 - 405 - 433 - 464 = 474$$

Ainsi, nous posons une valeur actuelle des titres World à hauteur de 1 474 milliers d'euros et donc une réévaluation de 474 milliers d'euros.

D'où l'équation ci-dessous :

$$13,5(1 + i)^{-1} + 13,5(1 + i)^{-2} + 13,5(1 + i)^{-3} + 13,5(1 + i)^{-4} + (13,5 + 1\,612 + 474) (1 + i)^{-5} = 150$$

$i = 73,47 \%$, rentabilité des capitaux investis par les salariés.

4.3 Société Taos

1.

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Chiffre d'affaires	8 800	10 560	13 728	16 474	18 121	19 027
Charges variables	4 400	5 280	6 864	8 237	9 061	9 514
Charges fixes d'exploitation	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Dotation aux amortissements (500/5)	100	100	100	100	100	
Dotation aux amortissements (60/5)		12	12	12	12	12
Dotation aux amortissements (459/5)			92	92	92	92
Dotation aux amortissements (633/5)				127	127	127
Dotation aux amortissements (932/5)					186	186
Dotation aux amortissements (1 181/5)						236
Intérêts (5 %)	5	4	0	0	0	0
Base imposable	2 295	3 164	4 660	5 906	6 544	6 861
Impôt	765	1 055	1 553	1 969	2 181	2 287
Résultat net	1 530	2 109	3 107	3 937	4 363	4 574
Capacité d'autofinancement	1 630	2 221	3 311	4 268	4 880	5 227
Distribution de dividendes (60 %)	120	918	1 265	1 864	2 362	2 618
Investissements (30 %)	60	459	633	932	1 181	1 309
Remboursements des emprunts (10 %)	20	80	0	0	0	0

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
RESSOURCES						
Capacité d'autofinancement	1 630	2 221	3 311	4 268	4 880	5 227
Totaux	1 630	2 221	3 311	4 268	4 880	5 227
EMPLOIS						
Distribution de dividendes	120	918	1 265	1 864	2 362	2 618
Investissements	60	459	633	932	1 181	1 309
Remboursement des emprunts	20	80	0	0	0	0
Variation du BFRE	5	11	17	13	7	4
Totaux	205	1 468	1 915	2 809	3 550	3 931
Variation trésorerie	1 425	753	1 396	1 459	1 330	1 296
Trésorerie	1 635	2 388	3 784	5 243	6 573	7 869

2.

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Dividendes reçus (70 % des dividendes versés)	84	643	886	1 305	1 653	1 833
Charges de structure	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
Intérêts emprunt 2 ans	(20)	(10)				
Intérêts emprunt 4 ans	(25)	(25)	(25)	(25)		
Intérêts OCA	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	
Intérêts crédit vendeur	(70)	(70)	(70)	(70)	(70)	(70)
Base imposable	(165)	(155)	(145)	(145)	(120)	(90)
Impôt	0	0	0	0	0	0
Capacité d'autofinancement	(81)	488	741	1 160	1 533	1 743

	Début N+1	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4	Fin N+5	Fin N+6
RESSOURCES							
Capacité d'auto-financement		(81)	488	741	1 160	1 533	1 743
Apport en fonds propres	1 000						

	Début N+1	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4	Fin N+5	Fin N+6
Endettement Senior	1 000						
Émission des OCA	500						
Crédit vendeur	1 000						
Totaux	3 500	(81)	488	741	1 160	1 533	1 743
EMPLOIS							
Distribution de dividendes		400	400	400	400	400	600
Remb. Emprunt 2 ans		250	250				
Remb. Emprunt 4 ans					500		
Remb. Crédit vendeur							1 000
Achat des titres	3 500						
Totaux	3 500	650	650	400	900	400	1 600
Variation de la trésorerie	0	(731)	(162)	341	260	1 133	143
Trésorerie	0	(731)	(893)	(552)	(292)	841	984

3.

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Chiffre d'affaires	8 800	10 560	13 728	16 474	18 121	19 027
Charges variables	4 400	5 280	6 864	8 237	9 061	9 514
Charges fixes d'exploitation	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Dotation aux amortissements (500/5)	100	100	100	100	100	
Dotation aux amortissements (60/5)		12	12	12	12	12
Dotation aux amortissements (459/5)			92	92	92	92
Dotation aux amortissements (633/5)				127	127	127

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Dotation aux amortissements (932/5)					186	186
Dotation aux amortissements (1 181/5)						236
Résultat imposable exploitation	2 300	3 168	4 660	5 906	6 544	6 861
Impôt exploitation	767	1 056	1 553	1 969	2 181	2 287
Résultat net d'exploitation	1 533	2 112	3 107	3 937	4 363	4 574
Capacité d'autofinancement exploitation	1 633	2 224	3 311	4 268	4 880	5 227
Variation du BFRE	5	11	17	13	7	4
Flux de trésorerie d'exploitation	1 628	2 213	3 294	4 255	4 873	5 223
Investissements (30 %)	60	459	633	932	1 181	1 309
Flux de trésorerie d'exploitation disponibles	1 568	1 754	2 661	3 323	3 692	3 914
Intérêts	(150)	(139)	(125)	(125)	(100)	(70)
Remboursement des emprunts	(270)	(330)	(0)	(500)	(0)	(1 000)
Flux de trésorerie nets (actionnariaux)	1 148	1 285	2 536	2 698	3 592	2 844

La valeur finale des capitaux propres est de 7 634 milliers d’euros, à savoir : $(2\,844 \times 1,02) / (0,4 - 0,02)$.

La valeur des capitaux propres est de 5 161 milliers d’euros, à savoir :

$$1\,148(1,4)^{-1} + 1\,285(1,4)^{-2} + 2\,536(1,4)^{-3} + 2\,698(1,4)^{-4} + 3\,592(1,4)^{-5} + (2\,844 + 7\,634)(1,4)^{-6} = 5\,161$$

Ce montant a été arrondi au millier d’euros le plus proche, nous obtenons 5 000 milliers d’euros.

4. Compte tenu des dividendes versés par la fille, nous observons une trésorerie de la fille excédentaire sur toute la période d’observation et une trésorerie de la mère insuffisante sur les quatre premières années.

Nous pouvons donc envisager un complément de dividende versé par la fille ; ce qui aura pour effet de réduire la trésorerie du groupe à hauteur des dividendes versés par la fille aux minoritaires, c’est-à-dire à Monsieur Taos.

Nous pouvons aussi envisager un endettement complémentaire de la holding de rachat, d’autant plus que le levier financier est plutôt faible ici.

Enfin, un crédit vendeur complémentaire serait une bonne solution ; nous pouvons supposer une grande motivation du vendeur qui conserve 30 % du capital de la filiale opérationnelle.

Les capitaux propres de la cible ont été valorisés à hauteur de l’actualisation des flux nets à disposition des actionnaires et donc conformément au plan de financement du groupe. Cette méthode d’évaluation est adaptée à un contexte de leverage buy out (LBO) ; l’objectif étant en effet la maximisation de la création de valeur actionnariale. Les nouveaux actionnaires sont donc disposés à payer le titre de propriété au regard de leurs gains futurs tant en revenu qu’en capital.

Nous remarquons que le poids du management dans le capital de la holding s’amplifiera par la conversion des obligations en actions. À la constitution de la société Denver, le management détient 40 % (400 / 1 000) du capital ; à la date conversion, le management prend le contrôle exclusif avec 70 % (1 400 / 2 000) du capital, il s’agit bien ici d’un leverage management buy out (LMBO).

4.4 Société Mohican

Cascade des flux

	Début N	Fin N	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4
Investissement	- 9 600	- 6 400	- 3 200			
Primes	- 12					
FTE				40 000	10 000	5 000

	Début N	Fin N	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4
Synthèse éco- nomique	-9 612	- 6 400	- 3 200	40 000	10 000	5 000
Cession-bail			1 000	- 300	- 300	- 500
Endettement filiale		2 000	- 100	- 100	- 100	- 2 100
Emprunt Apache	1 000	- 70	- 70	- 70	- 70	- 1 070
Synthèse financière	- 8 612	- 4 470	- 2 370	39 530	9 530	1 330
Flux minori- taires	3 445	1 788	948	- 15 812	- 3 812	- 532
Synthèse hol- ding	- 5 167	- 2 682	- 1 422	23 718	5 718	798
Endettement holding	4 000	1 920	860	- 210	- 210	- 8 010
Prêt Mohican	- 1 000	70	70	70	70	1 070
Synthèse Groupe	- 2 167	- 692	- 492	23 578	5 578	- 6 142

1.

$$- 9\,612 - 6\,400(1 + i)^{-1} - 3\,200(1 + i)^{-2} + [40\,000(1,06)^2 + 10\,000(1,06)^1 + 5\,000](1 + i)^{-5} = 0$$

i = TIRG du projet d’investissement = 29,78 %

2.

$$1\,000 - 300(1 + i)^{-1} - 300(1 + i)^{-2} - 500(1 + i)^{-3} = 0$$

i = TRAB du financement par cessions bail = 4,50 %

En milliers d’euros :

	Début N	Fin N	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4
Cession bail			1 000	- 300	- 300	- 500
Endettement filiale		2 000	- 100	- 100	- 100	- 2 100
Emprunt Apache	1 000	- 70	- 70	- 70	- 70	- 1 070
Flux de finance- ment externe	1 000	1 930	830	- 470	- 470	- 3 670

$$1\,000 + 1\,930(1 + i)^{-1} + 830(1 + i)^{-2} - 470(1 + i)^{-3} - 470(1 + i)^{-4} - 3\,670(1 + i)^{-5} = 0$$

i = TRAB de l'ensemble du financement par endettement et assimilé = 5,60 %.

3.

$$- 3\,445 - 1\,788(1 + i)^{-1} - 948(1 + i)^{-2} + [15\,812(1,04)^2 + 3\,812(1,04)^1 + 532](1 + i)^{-5} = 0$$

i = TIRG des intérêts minoritaires = 30.47 %

4.

$$- 8\,612 - 4\,470(1 + i)^{-1} - 2\,370(1 + i)^{-2} + [39\,530(1,07)^2 + 9\,530(1,07)^1 + 1\,330](1 + i)^{-5} = 0$$

i = TIRG des fonds investis par la holding = 32,14 %

5.

$$- 4\,000 - 80(1 + i)^{-1} - 80(1 + i)^{-2} - 80(1 + i)^{-3} - 80(1 + i)^{-4} - 4\,880(1 + i)^{-5} = 0$$

i = TRAB des OCEANE = 5,58 %

6.

En milliers d'euros :

	Début N+1	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4
Émission et rembourse- ment obligation 1	2 000				- 2 000
Intérêts obligation 1		- 60	- 60	-60	- 60
Émission et rembourse- ment obligation 2		1 000			- 1 000
Intérêts obligation 2			- 70	- 70	- 70
Totaux	2 000	940	- 130	- 130	- 3 130

$$- 2\,000 + 940(1 + i)^1 - 130(1 + i)^2 - 130(1 + i)^3 - 3\,130(1 + i)^4 = 0$$

i = TRAB des OBSO = 4,07 %

7.

En milliers d'euros :

	Début N	Fin N	Fin N+1	Fin N+2	Fin N+3	Fin N+4
OCEANE	4 000	- 80	- 80	- 80	- 80	- 4 880
OBSO		2 000	940	- 130	- 130	- 3 130
Totaux	4 000	1 920	860	- 210	- 210	- 8 010

$$4\,000 + 1\,920(1+i)^{-1} + 860(1+i)^{-2} - 210(1+i)^{-3} - 210(1+i)^{-4} - 8\,010(1+i)^{-5} = 0$$

i = TRAB du financement par émission des OCEANE et des OBSO = 5,08 %

8.

$$- 2\,167 - 692(1+i)^{-1} - 492(1+i)^{-2} + [23\,578(1,10)^2 + 5\,578(1,10)^1](1+i)^{-5} - 6\,142(1+i)^{-5} = 0$$

i = TIRG des fonds propres du groupe = 59,12 %

9. Compte tenu d'un flux d'exploitation de 50 000 milliers d'euros et non de 5 000 milliers d'euros en dernière année le flux de trésorerie net à disposition des actionnaires de la société Mohican sera de 46 330 milliers d'euros et non de 1 330 milliers d'euros.

En achetant aux minoritaires leur participation au capital (40 %) pour un montant de 800 milliers d'euros au début de la cinquième année nous augmentons notre gain de fin d'année de 18 532 milliers d'euros, à savoir 40 % de 46 330 milliers d'euros.

$$- 800 + 18\,532 (1+i)^{-1} = 0$$

Soit une rentabilité $i = 2\,216,50$ %

Le TIRG des fonds propres part du groupe se présente maintenant de la façon suivante :

$$- 2\,167 - 692 (1+i)^{-1} - 492 (1+i)^{-2} + [23\,578 (1,10)^2 + 4\,778 (1,10)^1 + 39\,390] (1+i)^{-5} = 0$$

Soit $i = 94,13$ %.

Sans le rachat des minoritaires, le TIRG part du groupe se présenterait de la façon suivante.

$$- 2\,167 - 692(1+i)^{-1} - 492(1+i)^{-2} + [23\,578(1,10)^2 + 5\,578(1,10)^1 + 20\,858](1+i)^{-5} = 0$$

Soit $i = 83,19\%$.

Le TIRG des fonds propres minoritaires se présente maintenant ainsi :

$$- 3\,445 - 1\,788(1+i)^{-1} - 948(1+i)^{-2} + [15\,812(1,04)^1 + 4\,612](1+i)^{-4} = 0$$

Soit $i = 42,03\%$.

Sans le rachat des minoritaires, le TIRG des fonds propres minoritaires se présenterait de la façon suivante :

$$- 3\,445 - 1\,788(1+i)^{-1} - 948(1+i)^{-2} + [15\,812(1,04)^2 + 3\,812(1,04)^1 + 18\,532](1+i)^{-5} = 0$$

Soit $i = 51\%$.

10. Le TIRG de l'investissement s'élève à $29,78\%$; cette rentabilité opérationnelle est importante. Au regard de la précocité des flux d'exploitation (délai de récupération rapide), la rentabilité économique est particulièrement sensible au taux de réinvestissement des excédents de trésorerie de la société réalisant le projet, à savoir la société Mohican.

Le financement externe correspond à un coût de $5,6\%$ pour la société Mohican ; ce taux étant inférieur à la rentabilité du projet, nous sommes en présence d'un premier effet de levier financier positif. Le TIRG des fonds propres de la société Mohican, à savoir $32,14\%$, dépasse le TIRG de l'investissement, à savoir $29,78\%$.

Pour le calcul du TIRG des fonds propres de la société Mohican, nous nous sommes intéressés au taux de réinvestissement des excédents de trésorerie par les actionnaires de la société Mohican.

Le financement du projet de la société Mohican est largement intermédié par sa holding Apache ; cette dernière émet des obligations sur les marchés financiers pour assurer le financement des projets de ses filiales non cotées (notion de périmètre de cotation).

Le financement obligataire correspond ici à un coût de 5,08 %.

Un second effet de levier financier positif élève donc la rentabilité financière part du groupe. L'endettement obligataire initié par la holding réduit l'apport des actionnaires de la holding, mais pas celui des minoritaires. Le TIRG des fonds propres part du groupe est de 59,12 %, sensiblement supérieur à la rentabilité financière de la société Mohican. Pour ce calcul, nous nous sommes intéressés aux opportunités de réinvestissement des excédents de trésorerie des actionnaires de la holding Apache.

Le TIRG pour les minoritaires, à savoir 30,47 %, est légèrement inférieur au TIRG des fonds propres de la société Mohican du fait de moindres opportunités de réinvestissement des excédents de trésorerie.

En outre, la présence des minoritaires autorise un effet de levier juridique venant à nouveau élever la rentabilité financière part du groupe ; sans actionnariat minoritaire, la rentabilité pour le groupe serait moindre.

Profitant d'une asymétrie d'information, la holding rachète aux minoritaires, début N+4, leur participation au capital à un prix élevé au regard des prévisions initiales, mais particulièrement bas au regard des prévisions dont disposent les actionnaires de la holding faîtière.

Le rachat des actions des minoritaires correspond à une rentabilité de 2 216,50 % !

Du fait de ce rachat, la rentabilité financière part du groupe est de 94,13 % ; sans ce rachat, elle aurait été de 83,19 %.

Du fait de ce rachat, la rentabilité financière pour les minoritaires est de 42,03 % (ainsi, ils peuvent estimer faire une bonne affaire par comparaison au 30,47 % d'origine), mais sans ce rachat elle aurait été de 51 % !

Nous remarquons un transfert de rentabilité fondé sur l'asymétrie d'information.

L'ESSENTIEL

- Le levier financier est le rapport entre l'endettement financier et les capitaux propres. En élevant les dettes financières par rapport aux capitaux propres, on augmente la rentabilité des capitaux propres investis sur nos projets, pour autant que le coût de l'endettement soit en deçà de la rentabilité économique.
- Le levier juridique est le rapport entre les capitaux propres minoritaires et les capitaux propres part du groupe. En élevant les capitaux propres minoritaires par rapport aux capitaux propres part du groupe, on augmente la rentabilité des capitaux propres part du groupe.
- La structure des groupes permet de multiplier les effets de levier financiers et juridiques.
- La réussite des LBO repose sur la capacité de la filiale opérationnelle rachetée à verser des dividendes à sa holding de rachat ; les performances économiques de la filiale doivent être au rendez-vous. Le désendettement de la holding est subordonné à l'efficacité de l'outil industriel. Des gains de productivité sont donc à réaliser. La filiale doit générer de larges capacités d'autofinancement opérationnelles et les distribuer en grande partie à sa holding. Ces nécessités minorent d'autant la politique d'investissement. Les marges d'autofinancement ne se transforment pas suffisamment en autofinancement. Le poids de l'endettement de la mère pèse sur la structure opérationnelle. Les montages de type LBO créent des risques spécifiques. Toutefois, ces risques sont détournés, ils ne sont guère pris par les actionnaires.
- Les actionnaires limitent leur apport en fonds propres et le récupèrent promptement. La responsabilité des actionnaires étant limitée à leurs apports, le risque diminue avec leur mise. En jouant sur des remboursements *in fine* des dettes financières, l'actionnaire obtient un substantiel retour sur fonds propres avant l'échéance des emprunts. Si, à échéance des emprunts, la performance économique n'est pas présente, les remboursements s'avèrent impossibles, un état de cessation de paiement sera constaté mais, finalement, les actionnaires auront déjà fortement rentabilisé leur mise.

Chapitre 5 Les opérations de restructuration des capitaux propres

SOMMAIRE

- SECTION 1** Les apports partiels d'actifs, scissions, *spin-off*, *split-off*
- SECTION 2** L'introduction en Bourse
- SECTION 3** Le retrait de la cote
- SECTION 4** Le capital investissement
- SECTION 5** La politique du dividende et la gestion de la valeur de l'action
- SECTION 6** Les défaillances d'entreprises

Section 1 LES APPORTS PARTIELS D'ACTIFS, SCISSIONS, *SPIN-OFF*, *SPLIT-OFF*

1 Les aspects juridiques

1.1 Les scissions

Une société peut aussi, par voie de scission, transmettre son patrimoine à plusieurs sociétés existantes ou à plusieurs sociétés

nouvelles. Il y a disparition d'une société ancienne et transmission universelle de son patrimoine à plusieurs sociétés existantes ou nouvelles, avec échange de droits sociaux.

D'une façon générale, les conditions, modalités et conséquences des scissions sont analogues à celles des fusions, sous réserve de quelques adaptations.

1.2 Les apports partiels d'actifs

Contrairement à la fusion et à la scission, l'apport partiel n'est pas défini par la loi. La question est celle de la **transmission universelle du patrimoine**.

L'unicité du patrimoine était considérée comme un principe fondamental du droit français et la transmission « universelle » du patrimoine, c'est-à-dire avec tous les droits et obligations attachés, ne pouvait donc se concevoir que s'il y avait transmission totale avec disparition du patrimoine ancien. Et justement, la différence entre la scission et l'apport partiel est que, dans ce dernier cas, il y a partage du patrimoine sans disparition totale du patrimoine ancien.

La Cour de cassation, par un arrêt de la chambre commerciale du 16 février 1988, a amorcé une nouvelle conception acceptant de transposer la notion de transmission universelle de patrimoine à l'apport partiel. Cet arrêt a d'abord été considéré comme un accident de parcours, mais plusieurs décisions ultérieures ont confirmé qu'il s'agissait bien d'une nouvelle jurisprudence et l'on admet aujourd'hui que l'apport partiel avec l'option de scission peut entraîner « **transmission universelle partielle de patrimoine** ».

La transmission universelle partielle de patrimoine ne se justifie qu'en cas **d'apport d'un ensemble**, ce qui rejoindrait plus ou moins la conception fiscale.

Rappelons que l'intérêt pratique de la question, qui est loin d'être négligeable, est de savoir si l'option apport partiel/scission entraîne non seulement l'apport des biens, des créances et des dettes faisant l'objet d'une énumération dans l'acte d'apport, mais aussi de tous les droits et obligations attachés, même non expressément mentionnés.

En conclusion, il y a **trois types d'apport partiel** :

- L'apport sans option scission : apport en nature classique, convenant plus particulièrement à l'apport d'éléments isolés peu importants.
- L'apport ne formant pas un ensemble, mais avec option scission, donc soumis à toute la procédure des scissions, mais qui n'entraînerait pas les conséquences d'une transmission universelle partielle de patrimoine.
- L'apport partiel scission d'un ensemble, soumis à la procédure des scissions avec toutes les conséquences que cela implique.

2 Les aspects fiscaux

2.1 Les scissions

Conditions permettant d'admettre de plein droit les scissions au régime fiscal spécial des fusions :

- La société scindée doit comporter plusieurs branches complètes d'activités.
- Les sociétés bénéficiaires doivent recevoir, chacune, une ou plusieurs de ces branches d'activité.
- Les associés de la société scindée doivent devenir associés de chacune des sociétés issues de la scission proportionnellement à leur participation dans le capital de la société scindée.
- Les associés de la société scindée doivent s'engager à conserver pendant trois ans les titres qui leur sont remis en contrepartie de leurs droits dans le capital. Les sociétés bénéficiaires des apports doivent produire, pendant les trois ans, un état permettant de surveiller le respect de cet engagement. Par exception, cet engagement ne concerne pas les détenteurs de titres de placement possédant moins de 5 % du capital d'ensemble (sauf pour ceux qui exercent des fonctions de direction, d'administration ou de surveillance et détenant au moins 0,1 % des droits de vote).

2.2 Les apports partiels d'actifs

Les apports partiels peuvent de plein droit bénéficier du régime fiscal spécial des fusions s'ils remplissent les conditions suivantes :

- Apport d'une branche complète d'activité ou d'éléments assimilés.
- La société apporteuse doit prendre l'engagement de conserver pendant trois ans les titres reçus en contrepartie de l'apport.
- La société apporteuse doit s'engager à calculer ultérieurement les plus-values de cessions afférentes à ces mêmes titres par référence à la valeur que les biens apportés avaient, du point de vue fiscal, dans ses propres écritures.

■ **Notion de branche complète d'activité**

Les conditions de dispense d'agrément pour les scissions et les apports partiels sont donc analogues. Elles sont précises mais nécessitent cependant quelques explications. La plus importante est de préciser ce que l'on entend par « branche complète d'activité ».

Une branche complète d'activité s'entend de « l'ensemble des éléments d'actif et de passif » d'une société qui constituent, du point de vue de l'organisation, une exploitation autonome, c'est-à-dire un ensemble capable de fonctionner par ses propres moyens.

Seuls les éléments du passif, directement attachés à la branche d'activité en cause, peuvent être apportés. L'apport d'autres éléments du passif équivaldrait au paiement d'une soulte par la société bénéficiaire, ce qui n'est pas admis, sauf une légère atténuation pour une soulte inférieure à la valeur d'une seule action de la société bénéficiaire des apports. Cette précision sur le passif apporté ne peut naturellement concerner que les apports partiels puisque, en cas de scission, la société scindée disparaît et il faut bien répartir la totalité du passif.

■ **Autres précisions**

L'engagement de conserver les titres pendant trois ans peut se heurter à quelques difficultés d'application ou d'appréciation, en particulier si la société bénéficiaire des apports, pendant les trois ans, prend des décisions modifiant son capital. Aussi est-il prévu diverses dispositions permettant d'interpréter l'engagement dans diverses circonstances.

Dans le cas où la société apporteuse détiendrait d'autres titres de même nature de la société bénéficiaire, il serait nécessaire de distinguer les deux catégories de titres, à la fois pour le respect du délai de trois ans et pour le calcul des plus-values.

Pour les scissions (la question ne se pose pas pour les apports partiels) la condition de répartition des actions, dans le maintien de la situation antérieure, signifie que la scission est prévue pour séparer les activités, non les intérêts particuliers des associés. On retrouve toujours l'objectif économique du régime fiscal spécial. Cependant, il est apparu que, dans certains cas, le partage des associés pouvait aider au développement économique des branches concernées.

La loi de finances a institué un dispositif qui autorise de plein droit l'apport de titres ayant rémunéré une opération d'apport partiel d'actif ou de scission et grevés de l'engagement de conservation de trois ans, sans remise en cause du régime de faveur. Ainsi, l'apport de titres grevés de l'engagement de conservation n'entraîne pas la déchéance rétroactive du régime de faveur appliqué à l'opération initiale. Les quatre conditions d'application sont les suivantes :

- Les titres doivent être apportés dans le cadre d'une fusion, d'une scission ou d'un apport partiel d'actif placé sous le régime de faveur.
- La société bénéficiaire de l'apport doit conserver les titres reçus jusqu'à l'expiration du délai de conservation initial.
- L'engagement de conservation doit être souscrit dans l'acte d'apport par les sociétés apporteuses et bénéficiaires de l'apport.
- En cas d'apports successifs au cours du délai de conservation, toutes les sociétés apporteuses et bénéficiaires des apports doivent souscrire cet engagement dans le même acte pour chaque opération d'apport.

3 Les aspects comptables

3.1 Les scissions

S'il n'y a pas application du régime fiscal spécial, il y a cessation d'entreprise pour la société scindée et apport en nature pour les sociétés bénéficiaires des apports.

Si le régime fiscal s'applique, on observe les règles prévues pour les fusions, en particulier pour le respect des obligations fiscales, en les adaptant le cas échéant. Ainsi les provisions seront reprises par les sociétés ayant reçu les éléments que ces provisions concernent. On opérera de même pour la provision pour impôt sur les plus-values d'éléments amortissables.

3.2 Les apports partiels d'actifs

La société apporteuse comptabilisera les titres reçus au compte 261 « Titres de participation » pour la valeur des apports.

Bien qu'il soit admis, en cas de fusion, que la provision pour impôt (au moins sur les éléments amortissables) puisse être constituée soit chez l'apporteur, soit chez la bénéficiaire des apports, certains auteurs considèrent, à juste titre, que l'image fidèle demande une comptabilisation chez l'apporteur qui, contrairement au cas de scission, ne disparaît pas après l'opération.

La société bénéficiaire de l'apport partiel se trouve dans la situation de l'absorbante en cas de fusion, avec des obligations analogues pour respecter les conditions du régime fiscal spécial.

La comptabilisation de l'apport partiel d'actifs repose sur des distinctions proches de celles posées en matière de fusion.

Pour autant que les deux sociétés, à savoir l'apporteur et la bénéficiaire de l'apport soient sous contrôle commun préalable la comptabilisation se fera en valeur comptable, c'est-à-dire sans aucune réévaluation des actifs et des passifs transférés. Ainsi la branche d'activité sera transférée à hauteur de son actif net comptable. De même les titres de participation reçus par la société bénéficiaire seront enregistrés pour leur valeur comptable, c'est-à-dire pour un montant égal à l'actif net comptable de la branche d'activité transférée.

Pour autant que les deux sociétés soient sous contrôle distinct il faudra apprécier s'il s'agit d'un apport à l'endroit ou d'un apport à l'envers.

L'apport est dit à l'endroit pour autant que la branche d'activité passe sous contrôle d'un autre actionnaire. Les titres reçus par l'apporteur ne lui donnent pas le contrôle exclusif. Dans ce cas

l'apport est comptabilisé en valeur réelle, c'est-à-dire pour son actif net comptable corrigé. La branche d'activité est transférée dans les comptes consolidés d'un autre groupe. De même, les titres entrent dans le bilan de l'apporteur pour leur valeur réelle, c'est-à-dire hauteur de l'actif net comptable corrigé de la branche transférée.

L'apport est dit à l'envers quand la branche d'activité reste sous contrôle du même actionnaire. Les titres reçus par l'apporteur lui donnent le contrôle exclusif, nous avons apporté à une entreprise une branche d'activité plus valorisée qu'elle-même. Dans ce cas l'apport est comptabilisé en valeur comptable, c'est-à-dire sans aucune réévaluation.

4 Les *spin-off*, les *split-off*

Le *spin-off* permet aux sociétés mères de proposer à leurs actionnaires de recevoir des titres de telles ou telles filiales à titre de dividende plutôt que du « cash ». Cette technique consiste, pour une société mère, 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. Fiscalement, l'attribution gratuite n'est pas considérée comme une distribution de revenus mobiliers. La plus-value de cession ultérieure des actions reçues sera calculée sur la base d'un prix de revient égal à zéro.

Le *split-off* permet aux sociétés mères de proposer à leurs actionnaires d'apporter leurs titres de holding et de recevoir en échange des titres de telles ou telles filiales. Dans un *split-off*, une partie des actionnaires de la société mère se voient proposer des actions d'une filiale en échange de leurs titres de la société mère. Les actionnaires qui acceptent cessent d'être actionnaires de la mère et deviennent actionnaires d'une filiale. Cette opération permet de réduire le lien en capital entre la mère et la fille, d'abandonner le contrôle exclusif ou même toute participation au capital de la fille.

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.

Parallèlement, la société mère se constitue une auto-détention qu'elle pourra conserver pour d'autres opérations ou annuler. Un phénomène de rareté se crée sur le titre de la holding et tend à favoriser l'augmentation du cours de l'action ; l'effet relatif peut être significatif.

Le *spin-off* comme le *split-off* autorisent des restructurations de groupes, des réorientations stratégiques, l'abandon des activités périphériques sans pour autant procéder par cession en Bourse sur le marché secondaire. Dans bien des cas, le marché ne pourrait absorber de telles quantités de titres ; à notre ordre de vente ne correspondraient pas suffisamment d'ordres d'achat ou un prix bien inférieur. Une cession sur le marché déprimerait le cours.

Section 2 L'INTRODUCTION EN BOURSE

Pour financer leur croissance interne, les sociétés ont besoin de capitaux. Deux types de marchés permettent les échanges de moyens financiers : les marchés monétaires se rapportent aux échanges de monnaie à court et moyen termes et les marchés financiers à l'échange de titres à long et moyen termes.

En ce qui concerne les marchés financiers qui seuls seront étudiés, il existe à l'heure actuelle deux grandes familles : le marché organisant l'échange de titres financiers classiques, le marché boursier, et la famille de ce qu'on appelle les marchés dérivés qui ne traitent que d'opérations particulières dont l'objet premier est la protection contre le risque. Seule la première famille nous intéresse

ici, puisqu'il s'agit de traiter de l'introduction en Bourse à des fins de financement de la croissance.

Cette fonction consiste à mettre en relation les offreurs et les demandeurs de capitaux à long terme et à réaliser ce que l'on appelle l'appel public à l'épargne. Elle permet la création de titres neufs, c'est-à-dire l'émission de titres créés par les institutions publiques ou privées lorsqu'elles lancent un emprunt ou réalisent une augmentation de capital.

Le rôle du marché boursier s'est considérablement accru dans le cadre du financement général de l'activité économique. Cela résulte de divers facteurs dont les plus importants sont :

- La désintermédiation : les intermédiaires financiers (banques) jouent un rôle de moins en moins important dans l'octroi des crédits, les entreprises s'adressant directement aux épargnants lorsque cela est possible.
- La titrisation.

Le marché boursier représente la famille habituelle des marchés financiers permettant l'émission et le transfert de titres traditionnels comme les actions et les obligations. En principe, l'introduction en Bourse n'apporte, en elle-même, aucune ressource nouvelle aux entreprises. Les anciens actionnaires sont obligés de se dessaisir d'une partie des titres qu'ils détiennent afin de les mettre en circulation. Parfois, cette mise en circulation se fait par une augmentation de capital préalable à l'introduction. Dans le cas général, ce n'est que dans un deuxième temps que l'entreprise pourra procéder à un appel public à l'épargne.

De plus en plus, cependant, on assiste à des introductions et augmentations de capital simultanées.

La mise à la disposition des épargnants des titres de la société introduite en Bourse peut s'effectuer selon quatre procédures : la cotation directe, l'offre à prix minimal, l'offre à prix ferme (placement garanti ou non) et l'offre à prix ouvert.

Le préplacement, également appelé prise ferme, est quelquefois assimilé à une procédure d'introduction.

1 La cotation directe ou première cotation

Comme son nom l'indique, cette méthode consiste à trouver un prix d'équilibre (le premier cours coté) en introduisant progressivement sur le marché les titres destinés à être mis à la disposition du public. Deux jours avant le premier jour de cotation, l'avis annonçant l'introduction précise le nombre de titres susceptibles d'être mis à la disposition du public et le prix minimal auquel les introducteurs (les anciens actionnaires ou des intermédiaires financiers agissant dans le cas d'une prise ferme) sont disposés à les céder. Les ordres d'achat retenus sont ceux qui ne comportent aucune limite de prix et ceux dont la limite est supérieure ou égale au prix d'offre.

La vente va se faire progressivement en fonction des demandes.

Si la demande est trop forte, on peut la réduire et reporter la première cotation en exigeant le blocage des fonds. En pratique, un cours d'équilibre est atteint en cinq Bourses. Si les ordres ne peuvent être réduits, on change de procédure. Cette technique d'introduction est très peu utilisée actuellement. Les ordres à cours limité et au mieux sont acceptés.

2 L'offre à prix minimal (OPM) ou mise en vente

Le prix de vente va être établi à partir des demandes formulées par les éventuels acheteurs et un prix d'offre minimal préalablement annoncé. La procédure de l'offre à prix minimal ressemble à une vente aux enchères aménagée, dans la mesure où les acheteurs éventuels ne connaissent que le prix d'offre minimum proposé par la société candidate et le nombre de titres offerts. Les acheteurs éventuels proposent un prix supérieur à celui indiqué et font une proposition de quantité. Une procédure simpliste pourrait consister à servir les prix les plus élevés, mais le cours qui en résulterait ne serait pas représentatif de la valeur de la société. En conséquence, on procède à des réductions de demande, en éliminant certaines trop élevées ou trop faibles et en servant le reste selon un certain prorata permettant d'assurer la plus large diffusion possible du titre. Le cours

officiellement coté correspond à la limite inférieure du dernier ordre servi qui représente un cours réaliste selon les autorités du marché. Généralement, il est tel qu'il autorise une augmentation du cours dans les premières séances de cotation. En cas de trop grande demande par rapport à l'offre, on peut reporter l'introduction et exiger un dépôt de fonds. Seuls les ordres à cours limité sont acceptés.

3 L'offre de prix ferme (OPF) ou offre publique de vente

Dans le cadre d'une offre publique de vente à prix ferme, les titres sont mis à la disposition du public à un prix déterminé à l'avance qui correspond donc au premier cours coté. Seuls les ordres d'achat limités à ce prix sont recevables.

Trois méthodes peuvent être utilisées :

- L'offre simple : les ordres sont satisfaits au prorata des demandes.
- L'offre différenciée : la société fait connaître les pourcentages à servir entre les différentes catégories d'acheteurs (institutionnels, salariés, particuliers).
- L'offre nominative afin qu'une même personne ne soit servie qu'une seule fois et ainsi permettre une meilleure diffusion du titre.

En fonction du succès de l'introduction, une réduction des demandes peut être décidée.

4 Le préplacement

Le préplacement, également appelé prise ferme, est quelquefois assimilé à une procédure d'introduction ; il s'agit d'un achat pour leur propre compte, réalisé par les établissements financiers avant l'introduction.

Dans tous les cas et dans le souci de préserver l'actionnariat, une offre fractionnée à prix ferme est proposée. C'est cette offre qui permet aux particuliers de recevoir un minimum des titres offerts, ce qui reste tout de même faible compte tenu des frais qui frappent les ordres.

5 L'offre à prix ouvert (OPO)

L'objectif de cette procédure d'introduction est de permettre à l'ensemble des investisseurs de présenter des ordres d'achat à des prix limités dans une fourchette publiée avant le premier jour de cotation.

Ainsi, les ordres retenus sont seulement ceux dont le prix de souscription est compris dans une fourchette. Si un minimum de titres a été placé, le premier cours coté sera celui correspondant à la limite la plus basse de la demande servie.

6 Le problème des opérations sur le capital précédant une introduction en Bourse

À la suite du constat d'un nombre croissant d'opérations sur le capital à un prix beaucoup plus bas que le prix proposé au marché et ce, dans un délai inférieur à un an précédant l'introduction en Bourse, la notion d'avantage indûment privilégié a été définie en précisant que ne tombaient pas sous cette qualification :

- Les émissions réalisées durant la période d'examen du prospectus (deux mois) à un prix inférieur jusqu'à 20 % du prix d'émission, si la décote est motivée et s'il y a engagement de conservation des titres.
- Les émissions réalisées dans les dix mois précédant la période d'examen du prospectus à un prix représentant une décote maximale de 30 % par rapport au prix d'introduction.
- Les émissions réalisées dans les dix mois précédant la période d'examen du prospectus à un prix représentant une décote supérieure à 30 % par rapport au prix d'introduction, s'il y a engagement de conservation des titres.

L'engagement de conservation repose sur le principe de l'étalement des cessions des titres :

- blocage de la totalité des titres pendant au moins six mois ;
- blocage des deux tiers pendant au moins neuf mois ;
- blocage du tiers pendant au moins un an.

7 L'introduction en Bourse d'une filiale

Pour faire coter une filiale la société mère cède une partie de ses titres. Ainsi la société mère encaisse des liquidités et obtient une valorisation par le marché de sa participation. La cotation d'une filiale est donc un mode de financement par voie de cession et limitera le niveau d'endettement sans avoir à augmenter le capital.

Cette opération permet en général une meilleure valorisation de la société mère elle-même cotée du fait d'une information améliorée quantitativement et qualitativement sur notre filiale.

La valorisation de la filiale résulte de sa capitalisation boursière sans avoir à développer des méthodes d'évaluation sophistiquées et subjectives.

Dans certains cas l'introduction d'une filiale permet d'en abandonner le contrôle exclusif du fait de la cession d'un grand nombre de titres sur le marché. Il s'agit d'une stratégie de désengagement, de recentrage sur le cœur de métier avec abandon d'activités périphériques.

Le regard du marché, l'attention des investisseurs, les commentaires des analystes financiers, la médiatisation des performances des sociétés cotées ont un pouvoir disciplinaire certain sur les dirigeants. Le marché est créateur d'un surcroît de tension, le management s'en trouve amélioré.

La remise d'actions gratuites et de stocks options prend tout son sens du fait de la cotation. Ainsi les dirigeants et les salariés peuvent être directement intéressés par les performances de l'entité. Une véritable politique d'actionnariat salarié peut être mise en place avec ses développements en matière de gestion participative.

L'introduction en Bourse d'une filiale diffère d'un *spin-off* ou d'un *split-off* sur de nombreux points. Dans un *spin-off* ou un *split-off* les actions de la filiale sont remises aux actionnaires de la société mère et non cédées sur le marché. En termes de financement la différence est donc majeure, le *spin-off* comme le *split-off* ne permettent pas de lever des fonds. Dans le cadre d'un *spin-off* ou d'un *split-off* la société mère manifeste sa volonté de perte de

contrôle, dans le cadre de l'introduction en Bourse d'une filiale ce n'est pas obligatoire. Toutefois nous remarquons que l'introduction en Bourse d'une filiale peut être une opération préalable à un spin-off, un split-off, une émission d'obligations de la société mère échangeables en actions de sa filiale. En somme nous donnons de la liquidité à notre participation et de nombreuses opérations deviennent possibles avec pour sous-jacent le titre de notre filiale cotée.

Section 3 LE RETRAIT DE LA COTE

Certaines sociétés sont introduites en Bourse et d'autres se font retirer de la cote.

Le retrait de la cote peut avoir pour objectif une réduction des coûts. En effet la cotation engendre de nombreux frais pour la société, notamment les redevances à verser à Euronext, les dépenses liées au double commissariat aux comptes, la publication d'un rapport annuel, l'établissement des documents comptables en normes internationales.

Les avantages issus de la cotation en termes de politique de financement et de communication financière ne sont pas toujours supérieurs aux coûts induits.

Le retrait de la cote peut résulter d'une simplification de périmètre. Une société cotée absorbe une autre société cotée. La restructuration des groupes par voie d'offres publiques, de fusion, d'apport partiel, de scissions et autres débouche sur des retraits de la cote.

Le retrait de la cote peut résulter du redressement judiciaire de la société mais aussi de volonté d'une société de ne plus être cotée sur plusieurs marchés.

L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire permet un retrait de la cote pour autant que l'actionnariat majoritaire détienne 95 % du capital.

Les sociétés se retirant de la cote sont souvent de taille modeste avec des volumes d'échange faibles. Les ordres d'achat et de vente sont peu fréquents, la liquidité du titre est réduite et finalement le

cours en Bourse n'est pas pertinent quant à l'évaluation de l'entreprise dans son ensemble. Dans certains cas le flottant est très limité compte tenu d'une très forte concentration du capital avec des actionnaires peu disposés à passer des ordres de vente.

Section 4 LE CAPITAL INVESTISSEMENT

Le capital investissement concerne les activités d'apports de fonds propres à des sociétés non cotées, notamment dans le cadre de jeunes sociétés innovantes.

On distingue :

- Le capital investissement création : l'objectif est ici de financer une entreprise ayant au maximum trois années d'existence.
- Le capital investissement développement : l'objectif est souvent de préparer l'introduction en Bourse.
- Le capital investissement transmission : l'objectif est de créer un environnement favorable au rachat.

L'objectif du capital investissement est de réaliser, à terme, une plus-value proportionnée aux risques pris. Les modalités de sortie sont variées, la cession des titres peut se réaliser en Bourse, au profit des fondateurs ou à des tiers financiers.

Les sociétés de capital investissement exerçant un contrôle sur la gestion des sociétés financées, il convient de leur communiquer une information de qualité, tant historique que prévisionnelle. Le marché du capital investissement est un marché atomisé où se rencontrent de multiples demandeurs et offreurs de fonds propres.

1 Les métiers du capital investissement

La demande de fonds propres provient de plusieurs segments de clientèle confrontés aux besoins de financement des phases d'évolution de leur entreprise, depuis sa création jusqu'à sa transmission, en passant par sa croissance ; à chaque stade

d'intervention correspond un métier du capital investissement dont le sens a évolué dans le temps et diffère aussi dans l'espace.

Trois intervenants sont mis en relation :

- les apporteurs de capitaux (les institutionnels, compagnies d'assurance, caisses de retraites, banques, grands groupes industriels) ;
- les *venture capitalists* qui investissent les capitaux confiés par les apporteurs ;
- les entrepreneurs, créateurs ou développeurs d'entreprises qui recherchent des fonds propres.

Le *venture capital* désigne tout capital investi par un intermédiaire financier professionnel dans des sociétés ou des projets spécifiques de fort potentiel ; il se caractérise par une offre de capital doublée d'une offre de services.

C'est, tout d'abord, un mode de financement en fonds propres destiné aux PME innovantes qui présentent des perspectives de croissance. Les capitaux sont accordés sans garanties ; seule est prise en compte la qualité des hommes et des projets.

L'investissement est temporaire, de trois à huit ans ; à terme, la vente des actions à des tiers, industriels ou financiers, permet aux opérateurs de récupérer leur mise en réalisant une plus-value de cession. Le remboursement des fonds ne pèse donc pas sur la trésorerie de la firme financée.

Le *venture capital* est aussi une offre de services à valeur ajoutée faite aux PME. Par sa mission de conseil, son implication dans la gestion de l'affaire, le financier devient un partenaire actif des dirigeants ; puisqu'il ne dispose pas de garanties, son intérêt est de contribuer comme l'entrepreneur à la valorisation de la firme.

Le capital investissement français est relativement récent. Certes, les Sociétés de développement régional (SDR) avaient pour objet de concourir, sous forme de participations, au capital des PME ; mais elles se sont, en fait, principalement orientées vers une activité de crédit.

La création de l'Institut de développement industriel, la loi sur les Sociétés financières d'innovation et l'instauration des Instituts

régionaux de participation ont largement aidé à promouvoir le capital risque en France. Les conditions favorables à son développement ont été créées par la mise en place, au début des années 1980, d'un cadre juridique et financier qui comprend la création du Second marché en 1983, le lancement des Fonds communs de placement à risque en 1983, la loi sur les Sociétés de capital risque en 1985 et, plus récemment, le Nouveau marché en 1996 et les Fonds communs de placement pour l'innovation en 1997. D'autres facteurs expliquent l'expansion du capital risque, essentiellement d'ordre financier (la volatilité des taux d'intérêt réels) et culturel (la modification des mentalités vis-à-vis de l'entreprise).

Le capital risque français, souvent assimilé aux investissements en fonds propres réalisés dans des sociétés non cotées, est longtemps demeuré assez éloigné du *venture capital* anglo-saxon. Les opérateurs pratiquaient un suivi distant, très en retrait par rapport au partenariat, au suivi actif observable aux États-Unis. Aux prises de participation majoritaires dans des entreprises innovantes à fort potentiel étaient préférés des investissements minoritaires dans des affaires établies et dans des domaines d'activité éloignés de la haute technologie. Le capital investissement prospérait au détriment du capital création, plus risqué.

L'écart entre le capital risque français et le *venture capital* anglo-saxon s'est réduit depuis quelques années pour ce qui est, du moins, des méthodes utilisées. Car les différences demeurent considérables en ce qui concerne les volumes traités, le rôle des pouvoirs publics, les finalités recherchées (en raison du poids des fonds de pension dans un cas et des banques dans l'autre) et le financement de l'amorçage (dont le déficit subsiste en France).

Des mesures importantes ont été prises pour favoriser le transfert des résultats de la recherche publique vers le secteur industriel et encourager la création d'entreprises dans le secteur des technologies innovantes :

- La loi sur l'innovation et la recherche, promulguée le 12 juillet 1999, permet aux chercheurs et aux enseignants chercheurs de participer à la création d'entreprises et de valoriser ainsi leurs travaux ; ils peuvent aussi faire du conseil, prendre une participation ou devenir membre d'un conseil d'administration.

- La création d'incubateurs et de fonds de capital amorçage pour aider au démarrage de jeunes entreprises.
- Des réseaux de recherche et d'innovation technologique associent laboratoires publics et entreprises.

Des dispositions fiscales, financières et juridiques ont été prises en faveur des entreprises de technologies innovantes. Elles concernent l'assouplissement des conditions d'application du crédit d'impôt recherche et la création des bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE).

Le Plan innovation présenté en décembre 2002 prévoit diverses mesures, comme la création d'un statut pour les investisseurs providentiels ou *business angels*. En particulier, les PME de moins de huit ans, qui réalisent des projets de recherche et de développement, bénéficient du statut de « jeunes entreprises innovantes » assorti d'allègements d'impôt sur les bénéfices, de taxe professionnelle et de taxe foncière sur les propriétés bâties.

2 Les stades d'intervention

L'intervention des organismes de capital investissement dans une entreprise se produit à tout moment de son cycle de vie. Il peut s'agir d'un rôle d'initiateur (capital risque) ou d'accompagnateur (capital développement et capital transmission).

Pour affiner l'analyse, deux stades seront différenciés dans le capital risque (le *seed financing* et le *start up financing*) et dans le capital développement (l'*expansion financing* et le *bridge financing*) avant d'évoquer le capital transmission.

2.1 Le *seed financing* (capital d'amorçage)

Le *seed financing* est une réponse au besoin de financement de pré-démarrage. La demande se situe au stade de la mise au point d'un projet, de sa faisabilité, période transitoire entre la recherche et l'industrialisation.

Le but de cette phase est d'élaborer un plan d'affaires pour convaincre des investisseurs de financer le démarrage. Le financement

nécessaire porte le nom de *seed money* (argent d'ensemencement), de capital d'amorçage ou de capital faisabilité.

Au stade du prototype ou de la présérie, apparaît une nouvelle catégorie d'investisseurs, les *business angels*, particuliers accompagnateurs (anciens créateurs et chefs d'entreprise) qui disposent de capitaux, d'expérience et de temps. Les sociétés de capital risque ont tendance à se tenir à l'écart du secteur de l'amorçage car, au-delà du risque, l'implication en temps et en expertise leur semble démesurée par rapport à la taille des dossiers.

L'investissement est réalisé dans un projet, une équipe, un savoir-faire ; le risque, principalement technique au départ, lié à la mise en œuvre d'une nouvelle activité, est maximum. Si les mises initiales sont relativement faibles, la rémunération attendue ne surviendra éventuellement qu'à une échéance lointaine, si le projet réussit.

2.2 Le *start up financing* (capital création)

Le financement de démarrage (*start up financing*) correspond à l'étape de la naissance, qui va de la mise en œuvre de la production à la mise sur le marché.

Les créateurs doivent procéder au lancement industriel et commercial et assumer les risques correspondants. Le risque technique tient au passage progressif d'une production artisanale à une production industrielle. Le risque commercial est lié au positionnement du produit face à la concurrence, à la fixation du prix de vente, à la réaction de la clientèle. Le risque de gestion dépend de la capacité des créateurs à coordonner actions et décisions.

Compte tenu des risques encourus et du temps de retour sur investissement relativement long, les organisations de capital investissement préfèrent s'orienter vers le capital développement et le capital transmission. La mobilisation de fonds publics, le plus souvent régionaux ou locaux, s'avère nécessaire. C'est aussi un domaine d'intervention des *business angels*.

2.3 L'expansion financing (capital d'écoulement)

La demande de capital développement émane de firmes nouvelles qui approchent ou ont atteint leur seuil de rentabilité mais ne peuvent autofinancer leur croissance.

Pour suivre la demande, prendre des parts de marché, changer le rythme de croissance, des investissements s'imposent. Le « financement de démarrage » peut difficilement être effectué par la dette qui obère l'autofinancement. L'intervention d'un organisme de capital investissement est envisageable d'autant plus que les risques sont moindres que dans les phases précédentes.

2.4 Le *bridge financing* (capital d'investissement)

Le *bridge financing*, parfois intitulé capital d'investissement, intervient au stade où l'entreprise dégage une bonne rentabilité mais est confrontée à d'importants besoins financiers. Il s'agit de conquérir les marchés étrangers (délocalisation, accords commerciaux), de réaliser des investissements de capacité, de productivité, stratégiques (création de filiales, prises de participation).

Le financement provient des prêts spéciaux des établissements spécialisés car, à ce stade, les entreprises commencent à bénéficier de l'effet de levier de la dette pour améliorer la rentabilité des fonds propres.

Le recours au capital d'investissement est cependant souvent nécessaire en raison du niveau important des investissements et des risques élevés qui subsistent.

2.5 Le *capital transmission*

Il correspond aux opérations de transmission et de reprise d'entreprise par des managers extérieurs ou des cadres de la firme. Ces activités se situent en aval des opérations de capital investissement mais leur sont généralement rattachées car elles sont le plus souvent exercées par les mêmes organismes.

3 L'offre de capital investissement

Pour exercer l'ensemble des métiers qui viennent d'être évoqués, l'offre de capital investissement, caractérisée par son extrême diversité, est constituée d'un grand nombre d'organismes aux statuts différents.

La distribution de capital investissement s'effectue en France par l'intermédiaire d'organismes spécialisés dans les apports en fonds propres. La profession est organisée avec l'Association française des investisseurs en capital (l'AFIC), créée en 1984 et dont l'objet est la promotion de cette activité en France ; il s'agit d'un lieu de rencontres et d'échanges d'informations.

Les opérateurs français recensés par l'AFIC sont extrêmement différents de plusieurs points de vue. Leur taille peut être modeste ou considérable. Leur vocation géographique peut-être locale, régionale, nationale ou internationale.

Leur appartenance à une banque, un établissement financier, une compagnie d'assurance ou une société industrielle rend les opérateurs plus ou moins captifs. Leur actionnariat est très varié. La spécialisation industrielle ou dans un des métiers du capital investissement est plus ou moins marquée.

Les intervenants en capital risque diffèrent donc par bien des aspects ils se différencient aussi par leurs statuts dans la mesure où ils ont le choix entre plusieurs formes juridiques. En France, deux structures juridiques sont possibles : la forme sociale (SDR, SFI et SCR) et la forme de fonds commun de placement.

3.1 Les Sociétés de développement régional (SDR)

Un décret du 30 juin 1955 prévoit la constitution sur l'ensemble du territoire, à l'exception de la région parisienne, de sociétés anonymes dotées d'avantages fiscaux et dont l'objet social est de prendre des participations dans le capital des PME. Elles sont actuellement dix-neuf, dont seize en France métropolitaine et trois en Outremer ; dix-sept d'entre elles sont cotées en Bourse.

Elles sont tenues de respecter certaines contraintes : chaque pourvoyeur de fonds ne peut posséder plus de 25 % de leur capital ;

elles-mêmes ne peuvent détenir plus de 35 % du capital d'une société.

3.2 Les Sociétés financières d'innovation (SFI)

L'objet des SFI, créées par la loi du 11 juillet 1972, est de faciliter la mise en œuvre industrielle de la recherche technologique et la promotion d'inventions qui n'ont pas encore été exploitées. Au nombre de treize, elles ont toutes été constituées par un établissement bancaire, financier ou industriel.

Les SFI bénéficient d'un régime fiscal de faveur à condition de signer une convention avec l'État et de respecter certaines contraintes : leur capital doit être au moins égal à 1 524 490 euros, leurs investissements doivent être effectués dans des sociétés innovatrices pour 60 % de leurs ressources (le pourcentage étant porté à 70 % dans un délai de cinq ans à compter de la date de conclusion de la convention ou de l'avenant agréant une augmentation de capital), chaque investissement ne pouvant dépasser 25 % du capital de la cible.

En contrepartie, les entreprises françaises actionnaires des SFI ont le droit de pratiquer un amortissement exceptionnel de 50 % sur le prix des titres achetés, dès la clôture de l'exercice du versement. Elles bénéficient aussi de la non-imposition de la plus-value provenant de la cession d'actions à concurrence de l'amortissement exceptionnel.

Un actionnaire d'une SFI ne peut détenir plus de 35 % des droits aux résultats ou des droits de vote des sociétés dont la SFI concernée détient des titres.

3.3 Les Sociétés de capital risque (SCR)

En créant les SCR, par la loi du 11 juillet 1985, le but du législateur était de donner à l'activité de capital risque un cadre juridique et fiscal en tenant compte de l'expérience acquise avec les autres structures.

L'application du statut privilégié des SCR à des sociétés par actions, qui ont pour objet essentiel de concourir au renforcement

des fonds propres des sociétés non cotées, suppose le respect de plusieurs conditions :

- La situation nette comptable de la SCR doit être représentée de façon constante à hauteur d'au moins 50 % de parts, actions, obligations convertibles ou titres participatifs de sociétés européennes non cotées.
- Chaque participation ne doit pas conduire à la détention de plus de 40 % des droits de vote d'une société.
- Chaque participation dans une firme ne doit pas représenter plus de 25 % de la situation nette comptable de la SCR.
- Une personne physique et sa famille ne peuvent pas détenir ensemble, directement ou indirectement, plus de 30 % des droits dans les bénéfices d'une SCR.

En contrepartie de ces contraintes, les SCR bénéficient d'une exonération d'impôt sur les sociétés pour les produits et plus-values provenant de leur portefeuille de titres.

Personne physique, l'actionnaire des SCR qui s'engage à conserver ses actions pendant cinq ans au moins et réinvestir dans la société les dividendes qu'il reçoit, peut profiter d'une exonération d'impôt sur le revenu.

3.4 Les Fonds communs de placement É risque (FCPR) et les Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)

Créés par la loi du 3 janvier 1983, ils forment une copropriété de valeurs mobilières n'ayant pas la personnalité juridique ; ils sont donc administrés par une société de gestion, le plus souvent filiale de banques ou d'établissements financiers.

Les fonds choisissent parfois une spécialisation sectorielle ; ils optent aussi généralement pour un métier du capital investissement.

Certaines conditions sont imposées aux FCPR : leur actif, qui ne peut être inférieur à 381 122 euros, doit être investi à hauteur de 50 % au moins en actions ou en obligations convertibles de sociétés non cotées, la participation ne peut excéder 10 % de l'actif net d'une même firme et 35 % du capital ou des droits de vote.

Les FCPI, créés en 1997, sont une catégorie particulière de FCPR orientés vers l'investissement des PME innovantes. Ils permettent aux personnes physiques de bénéficier d'une réduction d'impôt de 25 % des sommes investies, à condition de s'engager à conserver les parts pendant au moins cinq ans à compter de leur souscription.

L'actif des FCPI doit être constitué, pour 60 % au moins, de valeurs mobilières, parts de SARL et avances en comptes courants, émises par des sociétés non cotées, soumises à l'IS, comptant moins de cinq cents salariés et dont le capital n'est pas détenu pour plus de 50 % par d'autres sociétés.

La simplicité et la flexibilité de ces outils sont améliorées avec la création récente, par le législateur, de nouveaux véhicules d'investissement :

- Le Fonds d'investissement de proximité (FIP), institué en 2003 facilite les investissements privés dans les secteurs industriels régionaux.
- Le Fonds pour le capital investissement régional (FCIR), créé en 2002, est un fonds de fonds qui encourage l'investissement dans les industries régionales de moins de 500 employés.
- Le Fonds de co-investissement pour les jeunes entreprises (FCJE), conçu en 2001, favorise l'investissement dans les sociétés émergentes.

4 Pratique du capital investissement

Les métiers du capital investissement se situent à la charnière de la banque et de l'industrie. Ils sont cependant essentiellement exercés en France par des financiers ; le recrutement d'anciens entrepreneurs, d'hommes d'entreprise dont le rôle est fondamental dans le *seed financing* et le *start up* est moins répandu qu'aux États-Unis mais se développe.

L'effectif des équipes constituant les fonds de capital risque est très limité ; il est de deux à cinq personnes et atteint rarement dix. Les chargés d'affaires gèrent environ dix à quinze dossiers par an ; leur activité concerne l'ensemble du processus des interventions en fonds propres, aussi bien la sélection des projets que leur suivi et

l'organisation de la sortie. Ils ont aussi pour mission le montage financier et juridique des opérations.

La prospection de nouvelles affaires par les organismes de capital investissement s'effectue, pour partie, grâce à des prescripteurs ; il s'agit de leurs propres actionnaires, de l'ensemble du réseau pour les opérateurs affiliés à des banques, et des prescripteurs institutionnels. Depuis quelques années, le rôle des incubateurs est devenu non négligeable.

La prospection peut aussi être active et s'effectuer auprès de relais au contact des entreprises ou des créateurs potentiels.

Pour le reste, certains dossiers proviennent des demandes spontanées émanant d'entrepreneurs ou ont pour origine la proposition d'autres organismes soucieux de créer un pool. Parmi ces dossiers, les opérateurs doivent, sur une période de trois à huit ans, effectuer un choix d'investissement, en assurer le suivi et en organiser la cession. Le rôle des chargés d'affaires est d'analyser les projets, de les évaluer et d'en sélectionner certains.

Après une ou plusieurs réunions avec l'entrepreneur et son équipe, la visite de l'entreprise si elle est déjà créée, les opérateurs examinent le *business plan*, formulation qualitative et quantitative du projet. La finalité de l'entreprise y est exposée, sa stratégie, ses objectifs et les moyens envisagés pour les atteindre ; l'environnement y est décrit ainsi que le marché et le produit ou le service. Le plan financier à cinq ans développe les options retenues : il comprend les bilans et comptes de résultat prévisionnels, le plan de financement et les principaux budgets.

Le chargé d'affaires est informé du montant recherché, de la rémunération prévisible, des plus-values en capital attendues, des modalités de sortie.

Le plan de développement doit enfin préciser les risques d'ordres technique, industriel, commercial, financier et les opportunités qui pourraient améliorer les perspectives.

L'existence d'un historique facilite le diagnostic et donc l'évaluation des projets en matière de capital développement et de capital transmission. La tâche est plus délicate pour les projets de capital risque.

Un rapport d'une dizaine de pages est rédigé par le chargé d'affaires sur l'entreprise et son projet ; il fait la synthèse des critères d'évaluation qui viennent d'être évoqués et présente le bilan des forces et des faiblesses. Ce rapport est soumis à l'organe de direction de l'organisme de capital risque.

Trois types de décisions sont envisageables : un rejet pur et simple, une proposition de modification ou l'acceptation du projet. Ce choix repose sur un arbitrage risque/rentabilité qui conduit à comparer des investissements à hauts risques mais à forte plus-value attendue en cas de succès à des investissements moins risqués et où le gain escompté est moins élevé.

Dans le cas favorable, lorsque la rentabilité du projet est supérieure au taux requis pour un niveau de risque donné, il reste à s'entendre sur le montage à effectuer, ses modalités financières et juridiques. Il faut aussi discuter du suivi de l'investissement et de sa cession.

Section 5 LA POLITIQUE DU DIVIDENDE ET LA GESTION DE LA VALEUR DE L'ACTION

1 La politique de dividende

Lorsqu'une société réalise des bénéfices, les actionnaires doivent se prononcer sur leur affectation lors de l'assemblée générale annuelle. Ils peuvent décider de mettre en réserves tout ou partie des bénéfices ou de se les distribuer sous forme de dividendes. Il convient de distinguer le résultat distribuable d'un point de vue juridique du bénéfice distribuable au regard de la trésorerie disponible.

La distribution de dividendes est un moyen pour les dirigeants de rendre aux actionnaires une partie de leurs liquidités. Les rachats d'actions, la réduction du capital, le versement d'un dividende exceptionnel sont également des moyens de reverser aux actionnaires des liquidités. L'observation des politiques de dividendes montre une très grande diversité des pratiques.

Le Code de commerce prévoit que « le bénéfice distribuable est constitué par le bénéfice de l'exercice, diminué des pertes antérieures, ainsi que des sommes à porter en réserves en application de la loi ou des statuts, et augmenté du report bénéficiaire ».

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

Les dividendes sont généralement versés annuellement en numéraire. Toutefois, il est possible de verser des **acomptes sur dividendes**. L'avantage est de lisser le revenu pour l'actionnaire. Nous pouvons 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.

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

C'est celui qui a la qualité d'actionnaire à la date de mise en paiement qui va percevoir le dividende. Cette date est importante car, le jour en question, le cours de l'action décroche d'un montant à peu près égal à la valeur du dividende. Cette chute ne modifie pas la richesse de l'actionnaire mais seulement la composition du dividende.

La politique de dividende a-t-elle un impact sur la valeur de l'entreprise ? *A priori*, l'actionnaire est indifférent entre recevoir un euro sous forme de dividende ou sous forme de plus-value. 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. Elle entraîne juste une modification de la composition du dividende.

Cependant, la fiscalité joue un rôle important en matière de politique de dividendes car ils ne sont pas taxés au même taux que les plus-values sur actions. L'imposition de la plus-value sur action n'a lieu qu'au moment de la cession de l'action. Tant que le titre n'est pas cédé, la plus-value est latente et donc non imposable.

De manière générale, les dividendes sont plus taxés que les plus-values, notamment pour les personnes dont le taux d'imposition se situe dans les tranches les plus hautes. Les actionnaires ont, en général, intérêt à ce que la société ne distribue pas de dividendes et procède plutôt à des **rachats d'actions** si elle souhaite reverser des fonds à ses actionnaires ; dans ce cas, seuls ceux qui ont besoin de liquidités vendront leurs titres et seront taxés. Une société qui procède à des rachats d'actions plutôt qu'à des distributions de dividendes fait économiser des impôts à ses actionnaires.

Les dividendes sont imposables, pour les particuliers, au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Le montant imposable est calculé après un abattement égal à 40 % des dividendes perçus, puis un second de 1 525 € (3 050 € pour un couple). C'est ce montant net qui va venir s'ajouter aux revenus imposables. L'actionnaire dispose d'un crédit d'impôt égal à 50 % des dividendes perçus, avant abattement. Ce crédit s'impute sur le montant de l'impôt à payer, dans la limite de 115 € (330 € pour un couple). Les dividendes sont également soumis à des prélèvements sociaux à hauteur de 11 % (dont 5,8 % de CSG déductible).

Les plus-values sont taxées quant à elles au taux de 27 % (taux forfaitaire de 16 % + 11 % de prélèvements sociaux) dès lors que les cessions dépassent dans l'année 15 000 €. Lorsque ces titres sont détenus depuis plus de huit ans, la plus-value est exonérée.

Dans le cas où l'actionnaire est une entreprise imposable à l'IS, les dividendes seront imposés au taux de droit commun. Si la société qui reçoit les dividendes est actionnaire à plus de 5 %, elle bénéficie du régime mère-fille. Elle ne sera pas imposée sur les dividendes qu'elle perçoit. En matière d'imposition des plus-values, il faut distinguer les titres de participations des titres de placement. Alors que les titres

de participations sont acquis afin d'exercer un pouvoir sur la société, les titres de placement ont un caractère spéculatif.

Pour les exercices ouverts à compter de 2007, les plus-values à long terme sur titres de participations sont exonérées. Une quote-part de frais et charges de 5 %, calculée sur le résultat net, est imposée au taux normal. La plus-value sur titres de placement est imposée au taux normal.

En somme, la plupart des investisseurs préfèrent réaliser des plus-values que de recevoir des dividendes. L'intensité de cette préférence dépend du différentiel de taxations entre plus-values et dividendes. Les actions à dividendes élevés vont attirer les investisseurs faiblement imposés tandis que les actions à faibles dividendes et fortes plus-values auront les faveurs des investisseurs se situant dans les tranches d'imposition élevées. C'est ce qu'on nomme l'effet de **clientèle fiscale**.

Certes, la fiscalité a un impact sur la politique de dividende, mais d'autres facteurs peuvent l'influencer.

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

Dans la plupart des entreprises, il y a séparation entre la propriété et la gestion de l'entreprise. Il s'ensuit une **asymétrie d'information**.

Pour rassurer les actionnaires et le marché sur la bonne santé de l'entreprise, les dirigeants doivent émettre des **signaux** qui soient à la fois crédibles et coûteux.

Le niveau de dividende constitue un de ces signaux. Un dirigeant ne peut se permettre un dividende élevé que s'il anticipe un avenir favorable. Ce signal est coûteux, donc crédible, car il ne peut être imité par des entreprises en difficultés. 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. En maintenant un dividende stable, le dirigeant se ménage des réserves en cas de baisse des profits futurs.

La distribution de dividende, au même titre que l'endettement, peut être considérée comme un moyen de discipline et de contrôle du dirigeant.

La **finance comportementale** permet aussi de justifier la politique de dividendes menée par les entreprises. Lorsque le marché manque de confiance, il va préférer que les sociétés distribuent d'importants dividendes, ce qui assure un revenu. Par contre, lorsqu'il est optimiste, la non-distribution est perçue comme un gage de plus-values futures. La structure de l'actionnariat peut aussi expliquer la politique de certaines entreprises.

Lorsque le capital est détenu par un actionnaire majoritaire, ce dernier décidera de la politique de dividendes de l'entreprise au regard de ses intérêts personnels.

Les programmes de **rachat d'actions** ont pour objet, soit de réduire le capital de la société, soit de lui permettre d'honorer ses engagements envers les détenteurs de dettes convertibles (OCA, ORA), soit envers les salariés (attribution d'actions gratuites, stock-options). Les programmes de rachat ne peuvent porter sur plus de 10 % du capital de la société. Ils peuvent se faire par achats au fil de l'eau, par offre publique ou en ciblant certains actionnaires. 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**.

Un programme de rachat d'actions 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 programme de rachat est souvent perçu positivement par le marché : il évite l'effet cliquet.

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

2 Division du nominal et actions gratuites

Lorsque le cours d'une action est trop élevé, la liquidité du titre s'en trouve réduite car il est plus difficile pour un investisseur individuel de diversifier son portefeuille lorsqu'il est composé d'actions qui valent 100 € que d'actions à 10 €.

La **division du nominal** va consister à diviser la valeur nominale de chaque action, ce qui fait mécaniquement baisser son cours, tout en laissant intacte la richesse des actionnaires, qui reçoivent en contrepartie des actions nouvelles. Le niveau de la division dépend du cours de l'action : plus ce dernier est élevé, plus la division sera importante.

L'**incorporation des réserves** au capital de la société entraîne une augmentation de capital au profit des actionnaires de cette dernière, qui se voient attribuer gratuitement des actions, au prorata du nombre d'actions qu'ils détiennent déjà. Tout comme lors de la division du nominal, la valeur de l'entreprise n'est pas affectée par l'opération puisqu'elle ne reçoit aucun fonds nouveau. Le nombre d'actions augmentant, le cours de l'action baisse mécaniquement. Pour que les comparaisons aient un sens, il faut appliquer aux cours antérieurs un **coefficient d'ajustement**.

Section 6 LES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES

Une entreprise en cessation de paiement se caractérise par son impossibilité de faire face à son passif exigible avec son actif disponible. L'entreprise ne peut faire face à ses engagements financiers.

Les origines des difficultés financières sont multiples. La prévention des difficultés repose sur l'alerte et règlement amiable. Pour autant que les mesures de prévention échouent une procédure de redressement judiciaire se met en place aboutissant dans certains cas à la liquidation.

1 Les origines des défaillances d'entreprises

Les origines des difficultés sont multiples :

- ventes insuffisantes ;
- profitabilité dégradée ;
- secteur d'activité délaissé ;
- compétitivité faible ;
- endettement financier non maîtrisé ;
- des capitaux propres insuffisants ;
- management de faible qualité ;
- erreurs stratégiques ;
- manœuvres frauduleuses ;
- incendie, inondation séisme.

Certaines défaillances sont totalement indépendantes de la gestion de l'entreprise, notamment en cas de catastrophe naturelle, de crise environnementale ou sociale, de faits géopolitiques.

La rentabilité opérationnelle peut être insuffisante au regard des exigences des créanciers financiers et des actionnaires. La rentabilité économique ne couvre plus le coût du capital. L'entité devient destructrice de valeur actionnariale.

Les difficultés peuvent s'expliquer par une compréhension insuffisante des besoins de la clientèle ou par une maîtrise aléatoire des coûts et des marges.

Certaines défaillances sont associées à une croissance non maîtrisée. L'évolution des stocks et des crédits accordés à la clientèle sont insuffisamment financées. Il devient urgent de payer ses fournisseurs, son personnel, les organismes sociaux alors même que le paiement des clients tarde. Des décalages temporaires non financés expliqueront telle ou telle défaillance alors même que l'activité, la rentabilité et la rentabilité sont bonnes.

Un fort niveau d'endettement financier peut être favorable pour autant que la performance économique soit au rendez-vous. Mais en cas de rentabilité économique faible il sera d'autant plus difficile de faire face que l'endettement sera lourd. L'endettement est toujours un risque et conduit souvent à la faillite en cas de faible performance économique. L'entreprise peu endettée dispose d'une capacité d'adaptation à la récession dont ne dispose pas sa concurrente endettée.

L'incompétence du dirigeant peut être en cause. L'évolution psychologique du manager peut le conduire à prendre des décisions peu opportunes notamment quand il ne dispose pas d'une part significative du capital.

La détérioration du climat social peut aussi être à l'origine de défaillances financières. La démotivation du personnel peut largement nuire à la performance économique.

2 Les préventions

Les mesures de prévention permettent d'anticiper les risques encourus par l'entreprise de ne plus pouvoir honorer les engagements pris.

2.1 L'alerte

Différentes parties prenantes peuvent déclencher l'alerte :

- le commissaire aux comptes ;
- le comité d'entreprise ;
- le président du Tribunal de Commerce.

Dans un premier temps et de manière confidentielle le commissaire aux comptes demande des explications aux dirigeants sur les faits de nature à compromettre la continuité de l'entreprise.

Dans un deuxième temps et en l'absence de réponse de la part des dirigeants ou si les réponses ne sont pas satisfaisantes le commissaire aux comptes invite les membres du conseil d'administration ou de surveillance à délibérer sur les faits mentionnés et ce dans les 15 jours. Simultanément le commissaire aux comptes informe le Président du Tribunal de Commerce.

De la même façon le comité d'entreprise peut demander aux dirigeants des explications sur des faits pouvant affecter de façon significative la situation de l'entreprise. En l'absence de réponse ou si la situation reste compromise le comité d'entreprise rédige un rapport à l'attention du commissaire aux comptes et aux dirigeants.

Le président du tribunal de Commerce peut convoquer les dirigeants afin d'envisager les mesures nécessaires au redressement de la situation.

2.2 Le mandat ad hoc

Avant de se trouver en situation de cessation de paiement et du fait des premières difficultés financières le dirigeant tente une négociation privée avec ses partenaires. L'objectif est d'obtenir une restructuration informelle de la dette par révision des taux nominaux pratiqués, des durées de remboursement et des montants dus. Des titres hybrides peuvent être proposés aux créanciers.

Le Tribunal de Commerce peut désigner un mandataire ad hoc pour aider le dirigeant dans ses négociations avec les créanciers financiers, commerciaux, sociaux et publiques.

Le mandataire ad hoc peut convaincre les parties prenantes que la valeur de l'entreprise est plus grande avec restructuration de la dette et réorganisation opérationnelle qu'avec liquidation. En effet la procédure de liquidation judiciaire peut rapporter moins aux créanciers du fait des coûts induits, de la durée de sa mise en œuvre et de la perte de confiance des partenaires.

2.3 La procédure de conciliation

Une procédure de conciliation est envisageable pour les entreprises en situation en cessation de paiement depuis moins de 45 jours ou anticipant des difficultés. Le président du Tribunal de Commerce désigne un conciliateur. Sa mission consiste à promouvoir un accord entre l'entreprise et ses créanciers. Un accord amiable doit mettre fin aux difficultés financières rencontrées.

Cette procédure ne doit pas durer plus de 4 mois avec prorogation possible de 1 mois.

2.4 La procédure de sauvegarde

Sans négliger la protection des créanciers l'objectif de cette procédure est de protéger l'entreprise afin de sauvegarder l'activité les emplois associés.

Cette procédure est à l'initiative de l'entreprise justifiant des difficultés financières qu'elle n'est pas en mesure de surmonter et susceptibles de conduire à la cessation de paiement.

Le Tribunal de commerce ouvre la procédure. Le dirigeant continue à gérer l'entreprise et peut se faire assister par un administrateur judiciaire. Les missions de l'administrateur judiciaire sont de l'ordre de l'assistance et de la surveillance.

Pour autant que les conditions soient réunies pour une poursuite de l'activité un plan de sauvegarde est mis en place. Ce plan vise à la réorganisation, à la restructuration des activités. Certaines branches d'activité peuvent être cédées, apportées, acquises. La durée du plan ne peut excéder 10 ans.

Un comité des créanciers financiers peut être constitué, de même il est possible de constituer un comité des fournisseurs.

3 Le traitement des difficultés

En cas d'échec des procédures susmentionnées et que l'entreprise se trouve en situation de cessation de paiement les procédures de

redressement judiciaire et de liquidation judiciaire doivent être envisagées.

La cessation de paiement est un manque de liquidité. La trésorerie et ses équivalents ne permettent plus de faire face aux dettes à court terme.

Suite à la constatation de la cessation de paiement un jugement du Tribunal de commerce ou du Tribunal de Grande Instance ouvre la procédure.

3.1 Le redressement judiciaire

Un plan arrêté par une décision de justice doit permettre à l'entreprise de poursuivre son activité et de solder son passif. Il s'agit de restructurer la dette afin de la rendre supportable.

Le redressement judiciaire peut résulter de la demande du dirigeant, d'une assignation de tel créancier ou de l'initiative du Tribunal de Commerce.

Le tribunal peut prononcer la liquidation immédiate ou une phase d'observation autorisant l'établissement d'un bilan économique et social. Cette phase d'observation peut durer 20 mois. À terme le tribunal prononce un jugement définitif.

Une phase de restructuration peut être enclenchée, un plan de continuation est défini, les créanciers se voient imposer une renégociation de la dette.

3.2 La liquidation judiciaire

À défaut de redressement envisageable le tribunal prononce l'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire.

L'arrêt de l'activité, le licenciement économique des salariés la résiliation des contrats, l'abandon des créances caractérisent la faillite.

Un juge-commissaire et un mandataire liquidateur sont désignés.

La liquidation débouche sur la dissolution de la société.

Les créanciers sont remboursés selon leur rang de priorité. Ceux ayant apporté des fonds pendant le plan de sauvegarde sont prioritaires.

4 L'impact sur l'évaluation de l'entreprise

La faillite engendre de nombreux coûts. Certains coûts sont directs, notamment les honoraires versés aux banquiers, avocats, administrateurs, experts-comptables.

D'autres coûts sont indirects, notamment du fait d'une perte de confiance des clients, des fournisseurs, des salariés et du fait aussi des attitudes opportunistes des acheteurs en cas de revente de tel ou tel actif.

Une réelle perte de valeur de l'entreprise existe en cas de faillite. Cette perte de valeur est difficile à anticiper et à chiffrer. De même il est difficile de poser la probabilité de faillite de l'entreprise.

Toutefois nous pouvons considérer que la probabilité de faillite augmente avec le niveau de l'endettement financier net de trésorerie.

Il convient de considérer aussi les spécificités des actifs de l'entreprise. Certains actifs peuvent être d'une valeur de marche élevée et certaine, notamment les actifs immobiliers et les participations financières alors que d'autres actifs ont une valeur de revente incertaine compte tenu d'une utilisation très spécifique, notamment les matériels industriels, les installations techniques, les licences d'exploitation, les brevets.

En somme le niveau de dette acceptable dépend de la stabilité des performances opérationnelles futures et de la valeur de marché des actifs de l'entité ainsi financés. Un endettement finançant des activités stables et adossé à des actifs à valeur marchande certaine n'est pas comparable à un endettement finançant des activités opérationnelles volatiles et adossés à des actifs sans valeur marchande évidente.

ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS

5.1 Société Koala

Le groupe Princeps est un laboratoire pharmaceutique indépendant, qui emploie cinq mille personnes dans le monde. Ses activités se sont développées en France mais également dans plus de soixante pays par le biais de filiales et de partenariats dans les domaines du médicament et de la dermo-cosmétique.

Début N, le groupe Princeps se tourne vers l’Australie. L’économie est stable, le climat politique et social semble propice au développement des affaires, la croissance y est soutenue et le positionnement géographique est stratégique. Les conditions d’implantation sont uniques, les conditions de développement sont importantes, notamment en dermo-cosmétique.

Le groupe Princeps est propriétaire de la marque Avenir, les produits sont conçus pour soigner et protéger les peaux blanches et sensibles et sont parfaitement adaptés au phototype australien.

La qualité des expérimentateurs australiens et la recherche d’un environnement sécuritaire incitent le groupe Princeps à étudier les différentes opportunités de collaboration avec des sociétés de biotechnologies australiennes.

Dans ce cadre, le groupe Princeps envisage d’apporter à la société australienne Koala sa marque Avenir.

L’opération prendrait la forme d’un apport partiel d’actif ; en échange de son apport, le groupe Princeps recevrait des titres de la société Koala. Actuellement, le capital de la société Koala est composé de 20 000 titres.

Deux évaluations sont à mener :

- l’évaluation de la marque Avenir ;
- l’évaluation du titre Koala.

De ces deux évaluations résultera le lien capitalistique entre Princeps et Koala.

L'évaluation de la marque Avenis reposera sur l'actualisation au coût du capital des flux de trésorerie d'exploitation disponibles en tenant compte d'une valeur résiduelle.

Les prévisions sont établies pour les cinq années à venir.

Le chiffre d'affaires attendu pour l'année N+1 serait de 100 000 € ; par la suite, sa progression serait de l'ordre de 8 % l'an.

Les charges variables devraient représenter 30 % du chiffre d'affaires.

Les charges fixes hors dotations aux amortissements seraient de 10 000 € par an.

Des investissements sont à envisager :

- 20 000 € en fin d'année N+1 ;
- 25 000 € en fin d'année N+2 ;
- 30 000 € en fin d'année N+3 ;
- 20 000 € en fin d'année N+4 ;
- 25 000 € en fin d'année N+5.

L'amortissement se pratique en linéaire sur quatre ans.

Sur les immobilisations apportées, il convient d'envisager une dotation aux amortissements de 5 000 € annuellement pendant cinq ans.

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation représente cinquante-cinq jours de chiffre d'affaires majorés de 7 000 €. Les variations du besoin en fonds de roulement d'exploitation sont à placer sur les fins d'année. Nous considérons une année de trois cent soixante jours.

Le taux d'imposition réelle est de 25 % au regard des taux en vigueur sur les différents marchés.

La valeur résiduelle sera appréciée par une méthode analogique.

Il conviendra de poser le produit du *price earning ratio* d'entités comparables et du résultat d'exploitation de la marque Avenis en année N+5 et de retenir la pondération 1/3.

Il conviendra de poser le produit du *price sales ratio* d'entités comparables et du chiffre d'affaires de la marque Avenis en N+5 et de retenir la pondération 2/3.

Le PER des entités comparables est d'environ 3.

Le PSR des entités comparables est d'environ 1,2.

Les valeurs de marché des actifs et passifs patrimoniaux apportés sont les suivantes :

- immobilisations corporelles : 20 000 € ;
- stocks : 5 000 € ;
- créances d'exploitation : 2 000 € ;
- dettes d'exploitation : 1 000 €.

Pour le calcul du coût du capital, il convient de considérer un financement exclusif par fonds propres. Pour apprécier le coût des fonds propres, nous calculerons le *total shareholder return* (TSR) moyen pour un panier d'actions dont l'achat suppose une prise de risque analogue à celle associée à la marque Avenis.

Composition du panier d'actions

	AA	AB	AC	AD	AE
Cours de début d'année	22	14	55	75	15
Cours de fin d'année	24	17	50	75	16
Dividende annuel	1	2	6	1,62	0

L'évaluation du titre Koala reposera sur l'analyse de son cours en Bourse :

- Le cours moyen sur les douze derniers mois est de 15 € (pondération : 1/10).
- Le cours moyen sur les six derniers mois est de 17 € (pondération : 2/10).
- Le cours moyen sur les trois derniers mois est de 20 € (pondération : 3/10).
- Le cours moyen sur le dernier mois est de 19 € (pondération : 4/10).

Il conviendra de calculer la moyenne arithmétique pondérée, puis de majorer de 20 % pour convaincre l'actionnariat de la société Koala.

Au-delà des actions Koala, le groupe Princeps recevra des bons de souscription d'actions Koala. Ces bons ne pourront être exercés que si deux conditions sont réunies :

- Le cours en Bourse de l'action Koala descend en deçà de 15 € sur cent quatre-vingts jours consécutifs ou non en N+1 et N+2.
- Le chiffre d'affaires mondial de la marque Avenis chute de plus de 10 % annuellement sur les deux années suivant l'apport.

À chaque action est attaché un bon : un bon permet de souscrire cinq actions au prix de 5 €. Les bons peuvent être exercés sur le premier trimestre N+3.

I ■ Travail à faire

- 1 ■ Calculer le coût du capital.
- 2 ■ Évaluer la marque Avenis.
- 3 ■ Évaluer le titre Koala.
- 4 ■ Apprécier la fraction du capital de la société Koala portée par la société Princeps sans l'exercice des BSA, puis avec l'exercice des BSA au premier trimestre N+3. Vous déterminerez l'effet dilutif de l'exercice des BSA et le transfert de richesses d'un groupe d'actionnaires vers un autre actionnaire. Pour cette question, vous posez un cours de l'action Koala égale à 12 €.
- 5 ■ Commenter la stratégie de prise de contrôle menée par la société Princeps.

5.2 Société Karasjok

Les dirigeants du groupe Nordkapp envisagent diverses opérations financières destinées à restructurer les activités opérationnelles et à recomposer les financements actionnariaux.

La société Nordkapp est composée de 50 000 000 titres cotant environ 84 € pour un nominal de 10 €. Cette société détient ses propres titres à hauteur de 3 % du capital avant les différentes opérations financières.

Un apport partiel d'actif sera réalisé au profit de la société Karasjok.

Dans le cadre de l'apport partiel d'actif, la société Nordkapp apporte à la société Karasjok une branche d'activité valorisée 100 000 € selon les termes d'une méthode de type *discounted cash flows*.

La société Karasjok est composée de 1 000 titres valorisés 10 € unitairement. Préalablement, la société Nordkapp ne détient pas de titres Karasjok.

Dans les trois mois suivant l'apport partiel d'actif, une fusion absorption renonciation de la société Karasjok et de la société Rovaniemi est envisagée. La société Karasjok absorbera la société Rovaniemi.

La société Rovaniemi est composée de 50 000 titres. Le titre Rovaniemi a été valorisé 60 €. Le capital de la société Rovaniemi est détenu à 90 % par la société Lofoten.

I ■ *Travail à faire*

- 1 ■ Apprécier les conséquences de l'apport partiel d'actif sur le lien en capital entre la société Nordkapp et la société Karasjok. S'agit-il d'un apport à l'endroit ou d'un apport à l'envers sachant que la fusion entre la société Karasjok et la société Rovaniemi est déjà envisagée à la date de l'apport partiel d'actif ?
- 2 ■ Le périmètre de consolidation est-il modifié ?

5.3 Société Marina

Les dirigeants de la société Marina informent les investisseurs de leur projet de scission.

Deux activités distinctes caractérisent la société Marina :

- une activité agroalimentaire, notamment la production et la commercialisation de produits frais ;
- une activité environnementale, notamment la gestion d'un parc d'éoliennes sur la côte Atlantique.

La société Marina est composée de 1 000 000 de titres. Au regard des derniers cours, le titre peut être valorisé 250 €.

L'activité « produits frais » a été évaluée à 200 000 000 €.

L'activité « éoliennes » a été évaluée à 50 000 000 €.

Cette scission se ferait par création de deux sociétés au capital de 1 000 000 de titres chacune.

La société Smith serait dédiée à l'activité agroalimentaire, le nominal de l'action a été fixé à 200 €.

La société Keynes serait dédiée à l'activité environnementale, le nominal de l'action a été fixé à 50 €.

La proposition faite aux actionnaires de la société Marina se résume de la façon suivante :

Une offre mixte principale : pour une action Marina apportée, l'actionnaire reçoit une action Smith et une action Keynes.

Une offre subsidiaire 1 : pour une action Marina apportée, l'actionnaire reçoit 1,25 action Smith.

Une offre subsidiaire 2 : pour une action Marina apportée, l'actionnaire reçoit cinq actions Keynes.

Les actionnaires apportant leurs titres à l'offre principale sont intégralement servis.

En revanche, le nombre d'actions apportées aux offres subsidiaires est plafonné de telle sorte que le capital tant de la société Smith que le capital de la société Keynes soit composé de 1 000 000 de titres.

Si le nombre d'actions apportées à l'offre subsidiaire 1 est trop important, une partie des titres apportés à l'offre subsidiaire 1 sera réorientée sur l'offre subsidiaire 2.

Si le nombre d'actions apportées à l'offre subsidiaire 2 est trop important, une partie des titres apportés à l'offre subsidiaire 2 sera réorientée sur l'offre subsidiaire 1.

■ Travail à faire

1 ■ Le cours moyen de l'action Marina a été évalué à 250 € au vu des relevés de cours en annexe 1 et d'une majoration forfaitaire. Déterminer cette majoration forfaitaire.

2 ■ 600 000 de titres sont apportés à l'offre principale, 300 000 de titres sont apportés à l'offre subsidiaire 1 et 100 000 de titres sont apportés à l'offre subsidiaire 2. Apprécier la façon dont la réorientation sera menée. Apprécier la situation d'un actionnaire qui, possédant 100 titres, les apporte soit à l'offre principale, soit à l'offre subsidiaire 1, soit à l'offre subsidiaire 2.

3 ■ Apprécier la capitalisation boursière anticipée des sociétés Smith et Keynes en utilisant l’annexe 2 et commenter la création de valeur issue de la scission.

Annexe 1

Évaluation du titre Marina par analyse des cours en Bourse

L’évaluation du titre Marina repose sur l’analyse de son cours en Bourse :

- Le cours moyen sur les douze derniers mois est de 190 € (pondération : 1/10).– Le cours moyen sur les six derniers mois est de 170 € (pondération : 2/10).
- Le cours moyen sur les trois derniers mois est de 220 € (pondération : 3/10).

Le cours moyen sur le dernier mois est de 260 € (pondération : 4/10).

Il conviendra de calculer la moyenne arithmétique pondérée, puis de majorer de x %.

Annexe 2

Les multiples

Pour l’activité « produits frais », les sociétés cotent début N+1 huit fois leur bénéfice anticipé N+1 et trois fois leur chiffre d’affaires anticipé N+1.

Pour l’activité « éoliennes », les sociétés cotent début N+1 quinze fois leur bénéfice anticipé N+1 et six fois leur chiffre d’affaires anticipé N+1.

Pour l’activité « éoliennes », nous anticipons pour l’année N+1 un bénéfice courant de 5 000 milliers d’euros et chiffre d’affaires de 12 000 milliers d’euros.

Rappel :

Price earning ratio = capitalisation boursière / bénéfice.

Price sales ratio = capitalisation boursière / chiffres d’affaires.

5.4 Société Svolvaer

Les dirigeants du groupe Nordkapp envisagent diverses opérations financières destinées à restructurer les activités opérationnelles et à recomposer les financements actionnariaux.

La société Nordkapp est composée de 50 000 000 titres cotant environ 84 € pour un nominal de 10 €. Cette société détient ses propres titres à hauteur de 3 % du capital avant les différentes opérations financières.

Une opération *split-off* sera menée. Dans le cadre du *split-off*, il est proposé aux actionnaires de la société Nordkapp d'apporter leurs titres Nordkapp et de recevoir en échange des titres Svolvaer.

Pour 1 titre Nordkapp apporté, l'actionnaire recevra 10 titres Svolvaer.

La société Nordkapp conservera ses propres titres.

L'opération porte sur 300 000 titres Nordkapp.

La société Svolvaer est composée de 5 000 000 de titres cotant environ 8,40 €.

70 % des actions composant le capital de la société Svolvaer sont détenues par la société Nordkapp.

Une opération de *spin-off* sera menée. Dans le cadre de l'opération de *spin-off*, les actionnaires de la société Nordkapp pourront obtenir des actions Inarijärvi à titre de dividende. L'action Inarijärvi étant valorisée 50 €, le dividende unitaire étant de 100 €, l'actionnaire renonçant au dividende unitaire en « cash » recevra deux actions Inarijärvi.

Les propriétaires de 400 000 titres Nordkapp optent pour le paiement du dividende en titre Inarijärvi.

Initialement, la société Nordkapp contrôle 90 % du capital de la société Inarijärvi composé de 1 000 000 de titres.

I ■ Travail à faire

- 1 ■** Apprécier l'évolution des liens en capital entre la société Nordkapp et la société Svolvaer résultant du *split-off*.
- 2 ■** Apprécier les conséquences du *spin-off* sur le lien en capital entre la société Nordkapp et la société Inarijärvi. Le type de contrôle a-t-il évolué ?

5.5 Société Saint-Denis

La société Salazie est composée de 10 000 000 de titres cotant environ 54 € pour un nominal de 10 €.

Dans un premier temps, une opération *split-off* sera menée.

Dans un deuxième temps, un apport partiel d'actif sera réalisé au profit de la société Saint-Denis.

Dans un troisième temps, une opération de *spin-off* sera menée.

La société Saint-Pierre est composée de 2 000 000 de titres cotant environ 12 €.

60 % des actions composant le capital de la société Saint-Pierre sont détenues par la société Salazie.

La société Saint-Pierre n'est pas cotée, son capital est composé de 10 000 titres d'une valeur de 20 € selon une méthode de multiples.

Dans le cadre du *split-off*, il est proposé aux actionnaires de la société Salazie d'apporter leurs titres Salazie et de recevoir en échange des titres Saint-Pierre.

Pour un titre Salazie apporté, l'actionnaire recevra six titres Saint-Pierre.

La société Salazie annulera ses propres titres.

L'opération porte sur 150 000 titres Salazie.

Dans le cadre de l'apport partiel d'actif, la société Salazie apporte à la société Saint-Denis une branche d'activité valorisée 50 000 000 € selon les termes d'une méthode de type *discounted cash flows*.

Dans le cadre de l'opération de *spin-off*, les actionnaires de la société Salazie pourront obtenir des actions Saint-Denis à titre de dividende. L'action Saint-Denis étant valorisée 20 €, le dividende unitaire étant de 40 €, l'actionnaire renonçant au dividende unitaire en « cash » recevra deux actions Saint-Denis.

Les propriétaires de 400 000 titres Salazie optent pour le paiement du dividende en titres Saint-Denis.

■ Travail à faire

- 1 ■ Apprécier l'évolution des liens en capital résultant du *split-off*.
- 2 ■ Apprécier les conséquences de l'apport partiel d'actif sur le lien en capital entre la société Salazie et la société Saint-Denis. S'agit-il d'un apport à l'endroit ou d'un apport à l'envers ? Le périmètre de consolidation du groupe Salazie est-il modifié ?

3 ■ Apprécier les conséquences du *spin-off* sur le lien en capital entre la société Salazie et la société Saint-Denis. Le type de contrôle a-t-il évolué ?

5.6 Société Athéna

La société Athéna souhaite mobiliser de nouveaux moyens financiers sans s'endetter trop lourdement, et sans entraîner une forte dilution pour l'actionnaire majoritaire.

Compte tenu de sa taille, une émission d'obligations convertibles n'est pas envisageable.

La banque Sanpolo propose un montage plus intéressant qu'un simple emprunt : une émission d'OBSAR (obligations à bons de souscription d'actions remboursables).

Le produit combine une dette obligataire, souscrite par une banque, et un accès au capital différé, sous forme de bons de souscription d'actions.

Si l'entreprise ne réalise pas les performances définies lors de l'émission, les bons sont remboursés aux investisseurs.

Si les engagements de croissance et de rentabilité sont tenus, les souscripteurs exerceront leurs bons, et l'entreprise bénéficiera ainsi d'une augmentation de capital.

Les OBSAR peuvent être adaptés à la problématique d'une société non cotée en plein essor. Elles permettent de bénéficier d'un financement à des taux attractifs. Le coût de la dette obligataire est sensiblement inférieur à celui d'une dette bancaire classique, car le souscripteur récupère sa marge en revendant les BSAR.

L'OBSAR Athéna prévoit deux tranches de bons, à échéance respective de trois et de six ans.

La dette obligataire a une durée de cinq ans, son montant est de 6 000 000 €, les obligations sont entièrement souscrites par la Caisse d'épargne de Lille.

La Caisse d'épargne de Lille conserve les obligations et cède les bons immédiatement de la façon suivante :

- 5 000 bons à échéance trois ans (BSAR1) à l'actionnaire majoritaire, 15 000 bons à échéance trois ans (BSAR1) au Crédit Alpin.
- 5 000 bons à échéance six ans (BSAR2) à l'actionnaire majoritaire, 35 000 bons à échéance six ans (BSAR2) à BNP Paribas investissement.

Le prix de cession du bon à échéance trois ans est deux fois plus élevé que le prix de cession du bon à échéance six ans. Ces prix de cession sont tels que le taux de rendement actuariel brut est de 6 % pour la Caisse d'épargne de Lille.

Pour les bons à trois ans, l'émetteur s'est engagé à rembourser les bons, si la société n'a pas tenu ses engagements de croissance et de rentabilité. S'ils sont tenus, les investisseurs exerceront leurs bons, générant ainsi une levée de fonds par augmentation du capital.

La deuxième ligne de bons est liée à une hypothèse d'introduction en Bourse.

Les investisseurs pourront bénéficier d'un remboursement si la société n'est pas entrée en Bourse six ans après l'émission des OBSAR ou si l'introduction s'est réalisée pour une valorisation inférieure à 100 000 000 €.

L'exercice des bons, pour cette deuxième tranche, autoriserait une autre levée de fonds par augmentation du capital.

Des covenants ont été fixés. Deux cas d'exigibilité anticipée ont été définis : le ratio endettement net sur fonds propres doit rester inférieur à 1,5. L'endettement net ne doit pas dépasser une somme représentant cinq fois la capacité d'autofinancement.

En résumé :

- 20 000 obligations, assorties de trois bons par obligation, ont été émises ;
- émission et remboursement au pair, soit 300 € ;
- taux nominal de 2 % (les intérêts sont payés annuellement) ;
- amortissement en trois tranches (25 % dans trois ans, 25 % dans 4 ans, 50 % dans cinq ans).

20 000 bons échoient dans trois ans, un bon permet de souscrire une action au prix de 150 € pour autant que les engagements de

croissance et de rentabilité soient atteints, le remboursement peut être demandé au prix de 30 € le bon.

40 000 bons échoient dans six ans, un bon permet de souscrire une action au prix de 150 € pour autant que la société ait été introduite en Bourse, le remboursement peut être demandé au prix de 30 € le bon.

Avant l'émission des OBSAR, l'actionnaire majoritaire détenait 250 000 actions sur un ensemble de 300 000 actions composant le capital de la société Athéna.

I ■ Travail à faire

- 1 ■ À quel prix la Caisse d'épargne de Lille doit-elle céder les bons pour obtenir un taux de rendement actuariel brut de 6 % ?
- 2 ■ Quelles seront les différentes levées de fonds au profit du groupe Athéna dans l'hypothèse maximum d'exercice des bons ?
- 3 ■ Quel sera le pourcentage d'intérêt de l'actionnaire majoritaire dans l'hypothèse maximum d'exercice des bons ?
- 4 ■ Quel serait le taux de revient actuariel brut du financement si le groupe Athéna devait rembourser les BSAR ? Dans ce cas, quelle serait la rentabilité du placement pour Crédit Alpin et pour BNP Paribas investissement ?

5.7 Société Mallorca

La société **Mallorca** vous demande de mener une étude sur l'éventuel effet de levier qu'elle pourrait retirer d'un financement partiel de son investissement par la dette.

I ■ Travail à faire

- 1 ■ En complétant le tableau proposé en annexe, montrer l'évolution de la rentabilité financière en fonction des combinaisons retenues et évaluer l'effet de levier.
- 2 ■ Montrer ce que deviendrait la rentabilité financière si le taux de rentabilité économique passait à 10 %.
- 3 ■ Montrer l'évolution de la rentabilité financière si le taux de rentabilité passait à 5 %.

- 4 ■ Calculer l'écart-type de la rentabilité économique, puis l'écart-type de la rentabilité financière pour les différentes hypothèses de levier financier. Déduire un lien entre l'écart-type de la rentabilité financière et l'écart-type de la rentabilité économique au regard du levier financier.
- 5 ■ Commenter vos résultats.

Annexe

Pour réaliser un investissement de 1 000 k€, on peut envisager des combinaisons de fonds propres et d'endettement pouvant varier entre C1 (1 000 ; 0) et C5 (200 ; 800).

Le résultat d'exploitation est supposé de 200 k€, le coût de l'endettement de 6 % avant IS et le taux d'imposition de 33 1/3 %.

	C1	C2	C3	C4	C5
Capitaux propres (k€)	1 000	800	600	400	200
Endettements (k€)	0	200	400	600	800
Investissement (k€)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Résultat d'exploitation (k€)	200	200	200	200	200
Frais financiers (k€)					
Résultat avant impôt (k€)					
Impôt sur les sociétés (k€)					
Résultat net (k€)					
Rentabilité économique nette (%)					
Rentabilité financière nette (%)					

CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS

5.1 Société Koala

1.

	AA	AB	AC	AD	AE	Total
TSR	13,6364 %	35,7143 %	1,8182 %	2,16 %	6,6667 %	
Pondération	1/5	1/5	1/5	1/5	1/5	
Produit	2,7273 %	7,1429 %	0,3636 %	0,432 %	1,3333 %	12 %

2.

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Chiffre d'affaires	100 000	108 000	116 640	125 971	136 049
Charges variables	30 000	32 400	34 992	37 791	40 815
Charges fixes	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
EBE +	60 000	65 600	71 648	78 180	85 234
Dotations	5 000	10 000	16 250	23 750	28 750
Impôt -	13 750	13 900	13 850	13 608	14 121
Variation BFRE -	16 278	1 222	1 320	1 426	1 539
FTE =	29 972	50 478	56 478	63 146	69 574
Investissements -	20 000	25 000	30 000	20 000	25 000
Valeur résiduelle +					151 202
FTE disponibles =	9 972	25 478	26 478	43 146	195 776

	Début N+1	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
BFRE	6 000	22 278	23 500	24 820	26 246	27 785
VAR BFRE		16 278	1 222	1 320	1 426	1 539

Valeur résiduelle :

$$\begin{aligned} &42\,363 \times 3 = 127\,089 \\ &136\,049 \times 1,2 = 163\,259 \\ &127\,089 \times \frac{1}{3} + 163\,259 \times \frac{2}{3} = 151\,202 \\ &9\,972 (1,12)^{-1} + 25\,478 (1,12)^{-2} + 26\,478 (1,12)^{-3} + \\ &\quad 43\,146 (1,12)^{-4} \\ &\quad + 195\,776 (1,12)^{-5} = 186\,570 \text{ €} \end{aligned}$$

3.

$$15 \times \frac{1}{10} + 17 \times \frac{2}{10} + 20 \times \frac{3}{10} + 19 \times \frac{4}{10} = 18,5$$
$$18,5 \times 1,2 = 2,2$$

4.

$$\frac{186\,570}{22,2} = 8\,404 \text{ titres}$$

Initialement, la société Koala est composée de 20 000 titres.

Le pourcentage d'intérêt de la société Princeps sur le capital de la société Koala s'établit à :

$$\frac{8\,404}{28\,404} = 29,59 \%$$

En cas d'exercice des BSA, la société Princeps acquiert 42 020 titres de mieux moyennant un paiement de 210 100 € ; la fraction du capital détenu passe à :

$$\frac{50\,424}{70\,424} = 71,6 \%$$

Perte de valeur du titre :

$$\frac{(28\,404 \times 12) + (42\,020 \times 5)}{70\,424} = 7,8233$$

Effet dilutif :

$$\frac{7,8233 - 12}{12} = - 34,81 \%$$

Transfert de richesses :

enrichissement de la société Princeps :

$$(50\,424 \times 7,8233) - (8\,404 \times 12) - 210\,100 = 83\,534$$

appauvrissement des anciens actionnaires Koala :

$$20\,000 \times (7,8233 - 12) = 83\,534$$

5. En apportant une marque dont la valeur est de 186 570 € à la société Koala dont la valeur est de 444 000 (20 000 au cours de 22,20 €), la société Princeps prend le contrôle de 29,59 % du capital (186 570 / 630 570).

De plus, la société Princeps dispose de BSA très contraignants pour les autres actionnaires.

En cas de chute du cours de l'action (cours en deçà de 15 €) et de baisse des ventes sur la marque Avenir, la société Princeps pourra souscrire de nouveaux titres dans des conditions lui permettant de prendre le contrôle exclusif de la société Koala avec 71,6 % du capital et de bénéficier d'un transfert de richesses. Ainsi, la société Princeps pourra reprendre le contrôle de la marque Avenir tout en intégrant les autres activités de la société Koala.

Les objectifs de cours et de développement de la marque Avenir conditionnent la répartition du capital, il conviendra d'être attentif aux contreparties, notamment en matière de transfert du savoir-faire.

5.2 Société Karasjok

$1.100\ 000 / 100 = 10\ 000$ titres Karasjok à remettre à la société Nordkapp.

La fraction du capital Karasjok détenue par Nordkapp est donc de 90,91 %, à savoir $10\ 000 / 11\ 000$.

L'apporteur prenant le contrôle de la société bénéficiaire de l'apport, il s'agirait d'un apport à l'envers.

La société Karasjok serait intégrée globalement dans les comptes consolidés de Nordkapp compte tenu du contrôle exclusif.

Cependant, la fusion entre la société Karasjok et la société Rovaniemi dans les trois mois s'analyse comme une cession de la société Karasjok par la société Nordkapp à la société Lofoten.

Compte tenu d'une parité d'échange de six actions Karasjok pour une action Rovaniemi, il sera créé 300 000 actions Karasjok ($50\ 000 \times 6$) dont 270 000 titres à remettre à la société Lofoten ($300\ 000 \times 90\ %$). La société Lofoten détiendra le contrôle exclusif de la société Karasjok avec ses 86,22 % ($270\ 000 / 311\ 000$).

En cela, nous considérons qu'à la date de l'apport partiel d'actif, la société Nordkapp ayant l'intention de perdre rapidement (dans

trois mois) le contrôle exclusif ($10\,000 / 311\,000 = 3,22\%$) de la société Karasjok, de céder l'entité à la société Lofoten, l'apport partiel d'actif peut être qualifié « à l'endroit » dès son origine.

2. Le périmètre de consolidation du groupe Nordkapp n'est pas modifié. La société Karasjok est exclue du périmètre.

5.3 Société Marina

1. Le cours moyen sur les douze derniers mois est de 190 € (pondération : 1/10).

Le cours moyen sur les six derniers mois est de 170 € (pondération : 2/10).

Le cours moyen sur les trois derniers mois est de 220 € (pondération : 3/10).

Le cours moyen sur le dernier mois est de 260 € (pondération : 4/10).

$$[(190 \times 1) + (170 \times 2) + (220 \times 3) + (260 \times 4)] \times \frac{1}{10} \times x \% = 250$$

Soit une majoration d'environ 12,11 %.

2. Les 600 000 de titres apportés à l'offre principale seront intégralement servis.

600 000 de titres Smith et 600 000 de titres Keynes sont donc créés.

Les 300 000 de titres apportés à l'offre subsidiaire 1 seront intégralement servis.

375 000 titres Smith sont donc créés ($300\,000 \times 1,25$).

Les 100 000 de titres apportés à l'offre subsidiaire 2 seront pour partie réorientés.

Dans le cadre de l'offre principale, 600 000 de titres Keynes ont été remis aux actionnaires, 400 000 de titres Keynes peuvent donc encore être remis dans le cadre de l'offre subsidiaire 2, nous considérons donc 80 000 titres maintenus en offre subsidiaire 2 ($400\,000 / 5$).

20 000 titres Marina sont ainsi réorientés sur l'offre subsidiaire 1 et donnent lieu à la création de 25 000 titres Smith.

Pour autant que l'actionnaire apporte ses 100 titres à l'offre principale, il sera intégralement servi et recevra 100 titres Smith et 100 titres Keynes.

Pour autant que l'actionnaire apporte ses 100 titres à l'offre subsidiaire 1, il sera intégralement servi, il recevra ainsi 125 titres Smith.

Pour autant que l'actionnaire apporte ses 100 titres à l'offre subsidiaire 2, il subira le mécanisme de réorientation. D'une part, 80 de ses 100 titres seront maintenus en offre subsidiaire 2, il recevra donc 400 titres Keynes (80×5), d'autre part, 20 de ses 100 titres seront réorientés sur l'offre subsidiaire 1, il recevra donc 25 titres Smith ($20 \times 1,25$).

3. Pour l'activité « produits frais », les sociétés cotent début N+1 huit fois leur bénéfice anticipé N+1 et trois fois leur chiffre d'affaires anticipé N+1.

Pour l'activité « éoliennes », les sociétés cotent début N+1 quinze fois leur bénéfice anticipé N+1 et six fois leur chiffre d'affaires anticipé N+1.

En considérant le bénéfice, le marché valoriserait l'activité « produits frais » 330 000 milliers d'euros.

Au regard des réponses apportées précédemment, le bénéfice ressort à 41 250 milliers d'euros. D'où une valorisation à huit fois 41 250 milliers d'euros, à savoir 330 000 milliers d'euros.

En considérant le bénéfice, le marché valoriserait l'activité « éoliennes » 75 000 milliers d'euros. C'est-à-dire quinze fois 5 000 milliers d'euros, à savoir 75 000 milliers d'euros.

Nous remarquons par l'approche *price earning ratio* qu'une fois les deux activités scindées, la valorisation est plus grande.

$330\,000 + 75\,000 = 405\,000$ milliers d'euros, ce montant dépasse la capitalisation boursière initiale de la société Marina, à savoir 250 000 milliers d'euros.

En considérant le chiffre d'affaires, le marché valoriserait l'activité « produits frais » 300 000 milliers d'euros, c'est-à-dire 100 000 milliers d'euros fois trois.

En considérant le chiffre d'affaires, le marché valoriserait l'activité « éoliennes » 72 000 milliers d'euros, c'est-à-dire 12 000 milliers d'euros fois six.

Nous remarquons par l'approche *price sales ratio* qu'une fois les deux activités scindées, la valorisation est plus grande.

$300\,000 + 72\,000 = 372\,000$ milliers d'euros, ce montant dépasse la capitalisation boursière initiale de la société Marina, à savoir 250 000 milliers d'euros.

La scission est créatrice de valeur pour les actionnaires. Le marché apprécie les sociétés dont l'activité est unique et tend à pénaliser les conglomérats.

5.4 Société Svolvaer

1. En échange des 300 000 titres Nordkapp apportés, les actionnaires recevront 3 000 000 titres Svolvaer, à savoir $300\,000 \times 10$.

La société Nordkapp ne détiendra plus que 500 000 titres Svolvaer ($3\,500\,000 - 3\,000\,000$), soit 10 % du capital, nous sommes passés d'un contrôle exclusif à une certaine influence. La société Svolvaer ne sera plus intégrée globalement dans le cadre des comptes consolidés, il n'est pas acquis qu'elle soit mise en équivalence.

2. Dans le cadre de la distribution de dividendes, la société Nordkapp abandonne 800 000 titres Inarijärvi, à savoir $400\,000 \times 2$.

La société Nordkapp reste propriétaire de 100 000 titres, à savoir $900\,000 - 800\,000$.

La société Nordkapp perd le contrôle exclusif avec 10 % du capital soit $100\,000 / 1\,000\,000$.

Il n'est pas acquis qu'une influence notable subsiste.

5.5 Société Saint-Denis

1. En échange des 150 000 titres Salazie apportés, les actionnaires recevront 900 000 titres Saint-Pierre, à savoir $150\,000 \times 6$.

La société Salazie ne détiendra plus que 300 000 titres Saint-Pierre, soit 15 % du capital : nous sommes passés d'un contrôle exclusif à une certaine influence. La société Saint-Pierre ne sera plus intégrée globalement dans le cadre des comptes consolidés, il n'est pas acquis qu'elle soit mise en équivalence.

2. $50\,000\,000 / 20 = 2\,500\,000$ titres Saint-Denis à remettre à la société Salazie.

La fraction du capital Saint-Denis détenue par Salazie est donc de 99,60 %, à savoir $2\,500\,000 / 2\,510\,000$.

Il s'agit d'un apport à l'envers comptabilisé en valeur comptable.

La société Saint-Denis sera intégrée globalement dans les comptes consolidés de Salazie.

3. Dans le cadre de la distribution de dividendes, la société Salazie abandonne 800 000 titres Saint-Denis, à savoir $400\,000 \times 2$.

La société Salazie reste propriétaire de 1 700 000 titres, à savoir $2\,500\,000 - 800\,000$. La société Salazie conserve le contrôle exclusif avec 67,73 %, soit $1\,700\,000 / 2\,510\,000$.

5.6 Société Athènes

1. Du point de vue de la Caisse d'épargne de Lille, il s'agit de s'assurer une correcte rémunération de prêteur au regard des risques pris, mais aucunement de spéculer sur la valeur à terme de l'action.

Pour déterminer le prix de cession des bons, nous posons :

$$600\,000 - PC = 120\,000(1,06)^{-1} + 120\,000(1,06)^{-2} + \\ 1\,620\,000(1,06)^{-3} \\ + 1\,590\,000(1,06)^{-4} + 3\,060\,000(1,06)^{-5}$$

Nous trouvons un prix de cession global de 873 771 € :

$$873\,771 = 20\,000 \text{ BSA1} + 40\,000 \text{ BSA2}$$

Avec $\text{BSA1} = 2 \text{ BSA2}$, nous trouvons $\text{BSA1} = 21,85 \text{ €}$ et $\text{BSA2} = 10,92 \text{ €}$.

2.

Pour autant que les objectifs de croissance et de rentabilité soient atteints et que l'introduction en Bourse se concrétise, les différentes levées de fonds seront les suivantes :

6 000 000 € en émettant 20 000 obligations au prix de 300 €.

3 000 000 € en émettant 20 000 actions au prix de 150 € dans trois ans.

6 000 000 € en émettant 40 000 actions au prix de 150 € dans six ans.

3.

Dans l'hypothèse maximum d'exercice des bons, le pourcentage d'intérêt de l'actionnaire majoritaire sera :

$$\frac{250\,000 + 5\,000 + 5\,000}{300\,000 + 20\,000 + 40\,000} = 72,77 \%$$

Avant les différentes opérations, son pourcentage d'intérêt s'élevait à $250\,000 / 300\,000 = 83,33 \%$.

Le pourcentage d'intérêt du Crédit Alpin serait de $15\,000 / 360\,000 = 4,17 \%$.

Le pourcentage d'intérêt de BNP Paribas serait de $35\,000 / 360\,000 = 9,72 \%$.

4.

En cas de remboursement des BSAR, le taux de revient actuariel brut du financement pour la société Athéna répondrait à l'équation :

$$600\,000 = 120\,000(1+i)^{-1} + 120\,000(1+i)^{-2} + 2\,220\,000(1+i)^{-3} + 1\,590\,000(1+i)^{-4} + 3\,060\,000(1+i)^{-5} + 1\,200\,000(1+i)^{-6}$$

TIRAB = $i = 7,93\%$.

Le coût du financement se situera entre 2 % (exercice des bons) et 7,93 % (non exercice des bons).

TIR pour le Crédit Alpin :

$$21,85 = 30(1+i)^{-3}$$

TIR = $i = 11,14\%$

TIR pour BNP Paribas :

$$10,92 = 30(1+i)^{-6}$$

TIR = $i = 18,34\%$

Crédit Alpin et BNP Paribas espèrent une rentabilité plus élevée. Crédit Alpin spéculé sur une valeur du titre Athéna dépassant 180 € dans trois ans.

BNP Paribas spéculé sur un cours en Bourse de l’action Athéna supérieur à 180 € dans six ans.

5.7 Société Mallorca

1. Mise en évidence de l’effet de levier.

	C1	C2	C3	C4	C5
Capitaux propres C (k€)	1 000	800	600	400	200
Endettement D (k€)	0	200	400	600	800
Investissement (k€)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Résultat d’exploitation (k€)	200	200	200	200	200
Frais financiers (k€)	0	12	24	36	48
Résultat avant impôt (k€)	200	188	176	164	152
Impôt sur les sociétés (k€)	67	63	59	55	51
Résultat net (k€)	133	125	117	109	101

	C1	C2	C3	C4	C5
Rentabilité économique Re (%)	13,33	13,33	13,33	13,33	13,33
Rentabilité financière Rf (%)	13,33	15,63	19,5	27,25	50,5

On constate que l'écart entre la rentabilité financière et la rentabilité économique après IS croît avec l'augmentation de l'endettement.

2. Avec un taux de rentabilité économique de 10 %.

	C1	C2	C3	C4	C5
Capitaux propres C (k€)	1 000	800	600	400	200
Endettement D (k€)	0	200	400	600	800
Investissement (k€)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Résultat d'exploitation (k€)	100	100	100	100	100
Frais financiers (k€)	0	12	24	36	48
Résultat avant impôt (k€)	100	88	76	64	52
Impôt sur les sociétés (k€)	33	29	25	21	17
Résultat net (k€)	67	59	51	43	35
Rentabilité économique Re (%)	6,67	6,67	6,67	6,67	6,67
Rentabilité financière Rf (%)	6,67	7,38	8,5	10,75	17,5

La rentabilité financière augmente toujours avec l'augmentation de l'endettement mais moins vite car le coût de l'endettement est à peine inférieur au taux de rentabilité économique.

3. Avec une rentabilité économique de 5 %.

	C1	C2	C3	C4	C5
Capitaux propres C (k€)	1 000	800	600	400	200
Endettement D (k€)	0	200	400	600	800
Investissement (k€)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Résultat d'exploitation (k€)	50	50	50	50	50
Frais financiers (k€)	0	12	24	36	48
Résultat avant impôt (k€)	50	38	26	14	2

	C1	C2	C3	C4	C5
Impôt sur les sociétés (k€)	17	13	8	5	0,7
Résultat net (k€)	33	25	18	9	1,3
Rentabilité économique Re (%)	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33
Rentabilité financière Rf (%)	3,33	3,13	3	2,25	0,65

La rentabilité financière est inférieure à la rentabilité économique. Plus la part de l'endettement augmente et plus l'écart entre la rentabilité financière et la rentabilité économique s'accroît. La rentabilité économique après IS (3,33 %), est inférieure au coût de la dette après IS (4 %).

L'effet de levier joue alors négativement (effet de massue).

4. L'écart-type.

Calcul de la rentabilité économique moyenne et de rentabilité financière moyenne.

	C1	C2	C3	C4	C5
Rentabilité économique moyenne (%)	7,78	7,78	7,78	7,78	7,78
Rentabilité financière moyenne (%)	7,78	8,71	10,33	13,42	22,88

Calcul de l'écart-type de la rentabilité économique et de l'écart-type de la rentabilité financière.

	C1	C2	C3	C4	C5
Écart-type rentabilité économique σ_{Re}	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16
Écart-type rentabilité financière σ_{Rf}	4,16	5,2	6,9	10,4	20,8

Nous constatons :

$$\sigma_{Rf} = \sigma_{Re} \times [1 + (D/C)]$$

Par exemple en combinaison 5 : 20,8 % = 4,16 % × [1 + (800 / 200)]

5. Commentaires

Nous remarquons qu'en augmentant l'endettement par rapport aux capitaux propres nous augmentons l'espérance de rentabilité financière mais aussi la volatilité sur cette rentabilité

financière. En augmentant les dettes nous augmentons les risques pris par les actionnaires ; toute variation sur la rentabilité économique se répercutera sur la rentabilité financière d'autant plus fortement que l'endettement est élevé. Pour autant que nos performances économiques futures soient fort probables un niveau d'endettement élevé sera favorable. En revanche si nos performances économiques futures sont très incertaines il conviendra de limiter l'endettement ; toute turbulence sur la rentabilité économique induira une turbulence sur la rentabilité financière amplifiée par le niveau d'endettement. L'endettement crée un risque supplémentaire pour l'actionnaire ; à ce titre la rentabilité requise par l'actionnaire s'en trouve amplifiée.

L'ESSENTIEL

- Suite à un apport partiel d'actif, le poids de la société apportant dans le capital de la société bénéficiaire de l'apport est fonction de la valorisation de la branche d'activité apportée et de l'évaluation de la société bénéficiaire. Plus élevée est l'évaluation de l'apport et plus faible est l'évaluation de la société bénéficiaire, plus grande sera la quote-part du capital détenu par l'apporteur.
- Suite à un apport partiel d'actif, l'apporteur peut donc prendre le contrôle de la société bénéficiaire de l'apport, qui sera dit « à l'envers ». Ainsi, la société apporteuse garde le contrôle de la branche d'activité apportée, tout en prenant le contrôle des activités traditionnelles de la société bénéficiaire.
- L'apport sera dit « à l'endroit » pour autant que le lien en capital créé par l'apport n'autorise pas le contrôle exclusif ; en substance, on constate l'équivalent d'une cession, une volonté de désengagement.
- La scission permet d'isoler, sur des structures distinctes, des activités autonomes ; un avantage en termes de communication financière est recherché.
- L'introduction en Bourse donne de la liquidité au titre. La valorisation et la cession des actions sont facilitées. La cotation donne de la visibilité à l'entité et autorise la désintermédiation et la diversification des sources de financement.
- Les métiers du capital investissement se sont diversifiés. La restructuration des capitaux propres accompagne ainsi l'évolution de l'entreprise ; d'autres actionnaires complètent les compétences des fondateurs.
- Une politique adaptée de distribution de dividendes et d'attribution d'actions gratuites fidélisera les différentes catégories d'actionnaires.
- En divisant le nominal ou en distribuant des actions gratuites, le nombre d'actions en circulation est multiplié, sans pour autant modifier la valeur de l'entité. Il en résulte ainsi une baisse de la valeur unitaire. Le titre devenant plus accessible compte tenu de sa moindre valeur, on constate un plus grand intérêt des investisseurs, un plus grand enthousiasme à l'achat et, finalement, une perte de valeur unitaire moins que proportionnelle.
- Une société rachetant ses propres titres crée un phénomène de rareté à l'origine de mouvements haussiers.

Chapitre

6

La titrisation et la défaisance

SOMMAIRE

SECTION 1 La titrisation

SECTION 2 Le reconditionnement des titres

SECTION 3 La défaisance

Section 1

LA TITRISATION

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 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.

La titrisation s'intègre dans le cadre des financements structurés dont elle constitue la part la plus importante. Les financements structurés se différencient des financements classiques par la recherche d'une optimisation de leurs aspects financiers, juridiques, fiscaux et comptables. Ils permettent d'ajuster les structures de financement aux contraintes propres à chaque besoin exprimé.

Il est courant de distinguer trois grandes catégories de financements structurés :

- les financements d'acquisition (opérations de croissance externe, LBO) ;
- les financements d'actifs ;
- les financements de projets (où seuls les cash flows engendrés assurent le remboursement de la dette).

La titrisation est apparue aux États-Unis dans les années 1970 pour résoudre le problème des caisses d'épargne.

Les financements structurés reposent sur une analyse prospective des flux attendus (sur la base du *business plan*) et sur l'estimation de la valeur de marché future des biens financés.

L'opération se caractérise par :

- la mise en place de tranches de financement ;
- la limitation de la variabilité des cash flows pour les prêteurs (par la capitalisation des intérêts, la création de comptes de réserves) ;
- l'organisation de procédures d'alerte (suivi du respect de covenants financiers prédéterminés afin de contrôler la liquidité, la solvabilité et la valeur des sûretés).

La technique mise en œuvre en France est inspirée de la titrisation réalisée aux États-Unis, où elle est construite autour d'un *trust*. Celui-ci a la particularité de permettre le transfert en pleine propriété de tout ou partie du patrimoine d'une personne à une

autre personne qui va le gérer et en disposer dans l'intérêt des bénéficiaires.

Il existe deux variantes du *trust* : l'une personne physique et l'autre personne morale.

C'est donc une structure dont le rôle est de représenter et de défendre les intérêts des investisseurs de titres, tant en ce qui concerne le transit et l'affectation des flux monétaires que la représentation de droits légaux. De ce fait, il conserve ou achète les actifs gagés selon les termes du contrat et se comporte comme un fonds qui réceptionne les paiements en intérêt et capital des actifs sous-jacents et redistribue les flux rémunérant les investisseurs en titres de créances.

La titrisation aux États-Unis consiste à céder à un intermédiaire un paquet de créances déterminées. L'acquéreur (le *trust*) se finance par émission de titres obligataires, négociables, proposés aux investisseurs par l'intermédiaire de banques d'investissements qui, en fonction de la nature et de la qualité des crédits et de la notation délivrée par les agences de notation, déterminent les caractéristiques des titres à émettre (montant, taux, durée). Les titres issus de la titrisation sont des valeurs mobilières dont le placement auprès des investisseurs s'effectue sous le contrôle de la SEC (Securities and Exchange Commission).

Il n'existait pas en France de structure juridique équivalente au *trust*. En effet, le droit du propriétaire est un droit souverain, exclusif et perpétuel qui comporte le droit de disposer, d'user de la chose et d'en percevoir les fruits.

Dans ce cadre strict, la cession de propriété était délicate, voire impossible à mettre en œuvre dans le cadre de la titrisation. Les pouvoirs publics ont donc dû adopter formellement une loi en 1989 permettant cette cession à une structure ad hoc.

Cette nouvelle structure se nomme le fonds commun de créances (FCC). Cette structure s'inspire fortement du fonds commun de placement (FCP).

Le FCC n'a pas de personnalité morale. C'est une copropriété qui a la faculté d'émettre des valeurs mobilières. Cependant, cette loi et

ses décrets ont été rédigés dans l'urgence et sont susceptibles d'interprétations différentes.

Ainsi, lors de sa mise en place, la titrisation était limitée :

- aux seules opérations de crédit ;
- aux crédits de durée initiale supérieure à deux ans ;
- aux créances de même nature et homogènes ;
- aux seuls établissements de crédit en excluant directement les créances d'entreprises issues directement de leurs bilans.

Toute créance litigieuse, immobilisée ou douteuse était également exclue du périmètre des créances titrisables.

Les évolutions de la loi, au travers des réformes de 1993, de la loi du 2 juillet 1998 et du décret du 6 novembre 1998, ont permis aux FCC :

- 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 ;
- d'acquérir 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.

Mais aussi :

- de recourir à l'emprunt dans des conditions limitées pour permettre de refinancer de façon stable des créances commerciales, le plus souvent à court terme ;
- de réaliser des opérations à terme sur tout support (valeurs mobilières, indices, contrats d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers), afin de pouvoir adapter leur passif à leur actif, quelles que soient les caractéristiques financières des créances acquises et des parts émises (depuis 1997, on peut acquérir des créances et, sous certaines conditions, des créances immobilisées, litigieuses ou douteuses et émettre des parts en devise).

La loi de sécurité financière d'août 2003 modifie le régime juridique applicable aux fonds communs de créances, à la loi Dailly et aux sociétés de crédit foncier. Elle a pour effet de clarifier le régime de ces instruments, d'étendre leur champ d'intervention, de faciliter leur utilisation et d'améliorer leur pérennité.

La loi de sécurité financière permet désormais aux FCC d'émettre directement, outre des parts, des titres de créances.

La loi prévoit aussi le principe d'un compte spécialement affecté au FCC afin de recevoir les montants recouvrés par le cédant. Il s'agit de protéger les investisseurs contre le risque de prise dans la masse des encaissements. En effet, lorsque la cession des créances n'est pas dévoilée aux débiteurs, ceux-ci règlent leurs dettes au cédant qui agit en qualité de mandataire du FCC.

On retiendra, enfin, parmi les innovations de la loi de sécurité financière, l'explicitation du principe d'affectation d'une partie du patrimoine d'un FCC à chacun de ses compartiments. Les investisseurs au titre d'un compartiment ne profitent que des créances qui lui sont affectées et ne répondent que des dettes qui lui sont attachées.

En augmentant la visibilité et la stabilité des FCC, la loi de 2003 améliore ainsi leur cadre juridique et, par-là même, leur sécurité financière.

2 Objectifs de coopération 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.

2.1 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.

La titrisation facilite aussi le respect du ratio Cooke (fonds propres / engagements financiers) fixé à 8 %, en diminuant les créances. La nouvelle proposition du comité de contrôle bancaire de Bâle aura des effets sur le marché de la titrisation. Bâle II (ou ratio Mc Donough) retient pour les titres issus d'opérations de titrisation des coefficients de pondération plus ou moins pénalisants pour le respect du ratio.

2.2 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 projet 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. De plus, en cas de rechargement du fonds, on

peut réduire les coûts de l'opération grâce à l'allongement de la durée de vie moyenne du fonds.

C'est ainsi qu'un important émetteur sur le marché obligataire, qui sait que les investisseurs institutionnels sont tenus de limiter leurs investissements sur un même établissement, peut utiliser cette technique financière ; le fonds commun de créances créé à cet effet est un émetteur nouveau qui n'entre pas dans les limites de risque le concernant.

2.3 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.

3 Montage de l'opération de titrisation

L'opération de titrisation implique la création d'un fonds commun de créances à qui un établissement de crédit cède des créances contre des liquidités. En contrepartie, le fonds procède à l'émission

de parts. Il encaissera ensuite les intérêts et les remboursements versés par les débiteurs initiaux et les utilisera pour rémunérer les titres émis et couvrir les frais de gestion.

À la différence de la défaisance, la titrisation a trouvé en France une structure juridique spécifique, le fonds commun de créances (FCC)

Ce n'est ni une indivision, ni une société, mais une copropriété de créances, caractérisée par :

- une pluralité d'investisseurs ;
- une quote-part d'actif proportionnelle au nombre de parts ;
- une gestion confiée à une « société de gestion ».

Le FCC est dépourvu de la personnalité morale. Il émet des valeurs mobilières (parts), représentatives des créances. Ces parts ne peuvent être rachetées par le FCC.

Il peut par ailleurs emprunter pour :

- prévenir le retard de paiement provenant des créances ;
- faire face à l'impossibilité temporaire de maintenir le volume des émissions de parts ;
- couvrir un besoin temporaire de liquidités ;
- couvrir le risque de défaillance.

Le recours à l'emprunt doit être précisé dans le règlement du FCC et ne doit en aucun cas entraîner une dégradation du niveau de sécurité offert aux porteurs de parts.

L'objet exclusif du FCC est l'acquisition de créances détenues par des établissements de crédit, la Caisse des dépôts et consignations, les compagnies d'assurances, les sociétés commerciales, les collectivités territoriales ou encore les sociétés de crédit-bail.

Le droit d'émettre de nouvelles parts après la date de constitution et l'émission initiale des parts est reconnu.

La loi de 1999 autorise la création de compartiments au sein d'un même FCC. La finalité des compartiments est de reconnaître séparément à chacun d'eux les prérogatives et obligations reconnues au Fonds. Chaque compartiment est, de ce fait, une copropriété

distincte représentant les droits d'investisseurs particuliers, au sein d'une structure juridique commune, le FCC.

Tout FCC peut comporter deux ou plusieurs compartiments si son règlement le prévoit.

Chaque compartiment donne lieu à l'émission de parts représentatives des actifs du fonds qui lui sont attribués. Chaque compartiment peut emprunter.

La convention de cession peut prévoir, au profit du cédant, une créance sur tout ou partie du boni de liquidation éventuel du compartiment.

Pour toutes les opérations faites pour le compte des copropriétaires, la désignation du fonds ou, le cas échéant, d'un compartiment du fonds peut être valablement substituée à celle des copropriétaires.

Chaque compartiment fait l'objet d'une comptabilité distincte au sein de la comptabilité du fonds. Chaque compartiment peut être liquidé séparément.

Les fonds à compartiments peuvent bénéficier à la fois d'une étanchéité parfaite de leurs créances et d'un coût moindre puisqu'une même structure peut porter plusieurs opérations.

4 Les acteurs de la titrisation

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

4.1 La société gestionnaire du FCC

C'est une société commerciale qui a pour unique objet la gestion du FCC ; 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 FCC, 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.

4.2 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 FCC peut se couvrir contre le risque en souscrivant à des *swaps* de taux, un *floor* ou un *cap*.

4.3 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 FCC, 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.

5 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.

5.1 Les titres adossés

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

■ 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.

■ 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 concerne le marché du papier commercial.

5.2 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, composé 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 cinq cents), 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.

Une distinction est faite entre les CDO de bilan, dont l'objectif est d'optimiser le bilan du cédant, et les CDO d'arbitrage dont l'objectif est l'arbitrage entre le prix d'achat d'un portefeuille et son coût de refinancement.

Dans les deux cas (CLO et CBO), le cédant souhaite transférer le risque provenant des actifs sous-jacents.

Il va y parvenir soit en cédant les actifs, soit en transférant le seul risque.

Dans le cas des CDO, il effectue une réelle vente d'un portefeuille homogène d'actifs. Le SPV paie le prix d'achat de l'actif au cédant,

grâce au produit de l'émission de titres structurés les plus standards possibles, pour séduire le maximum d'investisseurs. Ces derniers sont remboursés par l'intermédiaire du flux (principal et intérêt) provenant des actifs. Ces flux peuvent être réduits en cas de défaut des actifs.

Dans le cas des CDO synthétiques, le cédant transfère le risque d'un portefeuille *via* un dérivé de crédit. Dans ce cas, l'objectif recherché est de vendre le risque. Cette technique est utilisée par les organismes financiers qui n'ont pas besoin de liquidité ou qui se financent d'une façon plus économique.

Le SPV émet des titres comme un CLO classique mais avec une seule maturité. Le montant de l'émission est ensuite investi dans des titres de crédit de même maturité et sans risque, qu'il liquidera en partie ou en totalité en cas de défaut de l'actif (s'il devait payer un dédommagement à l'acheteur). Dans un CDO synthétique, le principal et les intérêts promis sont réduits des montants des pertes survenues sur le portefeuille.

La particularité des CDO synthétiques réside dans le fait que le montage permet de transférer les flux (capital, intérêt, risque de défaillance) de l'actif à l'investisseur tout en conservant la propriété de l'actif à l'entreprise cédante. L'investisseur optimise sa plus-value avec la prime payée par le cédant sur l'option souscrite en cas de faible défaut des débiteurs du cédant.

5.3 Exemples d'actifs titrisés

Il est difficile d'être exhaustif en la matière du fait de l'accroissement constant du champ des créances titrisables, de l'élargissement de la nature de ces créances (autorisation de titriser les créances immobilisées, douteuses ou litigieuses), et de l'augmentation du nombre des cédants potentiels.

Ainsi, les sociétés commerciales ont été admises dans le panel des cédants à des fonds communs de créances, de même que les collectivités territoriales ou encore les sociétés de crédit-bail.

On peut citer les créances hypothécaires, les crédits à la consommation et en particulier les crédits automobiles, le crédit-bail, les encours de cartes de crédit qui étaient exclus du champ de la

titrisation avant certaines modifications réglementaires de 1993 car les créances devaient avoir une durée, à l'origine, supérieure à deux ans, les flottes de véhicules automobiles, de camions ou containers, les actifs immobiliers, les créances clients, les créances présentes ou futures résultant de l'utilisation d'abonnements téléphoniques, télévisuels, de consommation d'eau ou d'électricité, les créances à l'export et notamment le crédit fournisseur.

Pour l'établissement cédant, le transfert de créances correspond à une vente. Cependant, même s'il n'en est plus propriétaire, il demeure le gestionnaire des crédits qu'il a accordés et ne doit donc pas modifier les relations contractuelles qu'il entretient avec ses clients. La cession s'effectue à l'aide d'un bordereau indiquant la nature et les caractéristiques des créances. Le bordereau de cession est l'acte qui opère le transfert des créances en pleine propriété au FCC.

6 Les méthodes d'évaluation des titres et émission de parts

6.1 Méthodes d'évaluation

Un *pool* de créances étant constitué, par exemple, de plusieurs centaines de prêts hypothécaires, il est difficile de traiter toutes les informations relatives à chacun de ces prêts. Aussi, ils sont tous regroupés en un seul prêt synthétique, un seul échéancier, avec un seul taux d'intérêt qui sera obtenu par la moyenne des taux des différents crédits pondérés par leur montant relatif au sein du *pool*. Les caractéristiques du titre hypothécaire se révèlent être très proches de celles de toute obligation. Toutefois, s'agissant d'un *pool* de créances, il existe un risque de remboursement anticipé partiel et évolutif. Pour l'investisseur du titre hypothécaire, cela revient à vendre une option de rachat au pair à tout moment. Un tel droit d'exercice entraîne une sur-rémunération correspondant au prix implicite de l'option.

L'évaluation de cette option ne relève pas du même principe que celui qui sous-tend la valorisation des options classiques des marchés financiers ; en effet, l'investisseur dispose d'un *pool* de créances auxquelles sont rattachés des *calls* ayant chacun sa propre

rationalité et logique financière. Diverses méthodes ont donc été utilisées afin de valoriser l'ensemble de ces options attachées à chacun des prêts constituant le *pool*.

L'approche statistique et l'approche probabiliste sont les principales méthodes utilisées.

6.2 L'émission des parts

Les parts sont des instruments financiers dont le montant est proportionnel à la quote-part de l'actif du FCC.

On en distingue plusieurs types :

Les parts « seniors », dites parts prioritaires, qui bénéficient d'un mécanisme de protection par l'existence d'une couverture du risque de défaillance sur laquelle s'imputent les premières pertes.

Les parts juniors ou subordonnées ne bénéficient pas d'un mécanisme de protection et supportent le risque de défaillance du débiteur. En principe, ces parts s'amortissent en une seule fois, à la valeur liquidative du Fonds commun de créances et donnent droit au boni de liquidation.

Les parts séquentielles concernent les FCC ayant plusieurs tranches de parts de durée de vie différente et à remboursement successif. L'amortissement de la tranche la plus longue ne commence qu'après remboursement de la tranche la plus courte.

L'organisation financière des titres est largement déterminée par les flux attendus sur les créances initiales. Cependant, la possibilité offerte au FCC de racheter des créances en cours de vie permet de concevoir des montages où la structure et l'amortissement des parts peuvent différer de ceux des créances d'origine.

Les fonds les plus simples, les fonds amortissables, transfèrent aux porteurs de parts, période par période, les flux provenant des créances (amortissements contractuels des prêts, remboursements par anticipation), sans transformation.

Selon cette technique, le fonds ne transforme pas les flux puisque les intérêts reçus servent à payer les intérêts dus aux investisseurs et

les frais de fonctionnement de la structure ; le capital remboursé sur les créances est « passé » aux porteurs de parts et le passif du fonds s'ajuste à son actif. L'amortissement, non fixé à l'avance, est fonction des événements qui affectent les créances comme les défaillances ou les remboursements anticipés.

Les fonds rechargeables, au contraire, ont un rythme d'amortissement prédéterminé, semblable à celui d'une obligation remboursable *in fine*. Ils achètent de nouvelles créances au fur et à mesure de l'encaissement des crédits d'origine. Il s'agit ainsi de transformer les flux perçus par le fonds en versements adaptés aux besoins des investisseurs.

Si ce type de montage est plus complexe et la gestion plus lourde que dans le cas précédent, il engendre quatre avantages pour le cédant :

- celui-ci peut obtenir un refinancement plus important ;
- il permet d'accroître la duration des fonds et de permettre la diminution des coûts de montage de l'opération de titrisation, coûts qui sont alors étalés sur plusieurs opérations ;
- les frais occasionnés par l'opération sont étalés sur une durée plus longue ;
- le coût de refinancement est plus bas puisque les flux offerts aux investisseurs sont fixés à l'avance.

7 La protection des investisseurs et le coût d'une titrisation

7.1 La protection des investisseurs

Les investisseurs en parts ne doivent pas supporter le risque de défaillance des débiteurs.

Cinq types de couvertures sont envisageables : le surdimensionnement, l'émission de parts spécifiques, l'assurance ou la caution bancaire, la couverture interne 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 FCC. 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 constituent 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.

La couverture interne n'est utilisée que si les créances du fonds ont un intérêt supérieur à celui des parts émises en contrepartie. Il s'agit de constituer, après frais de gestion et couverture du risque à la marge, un fonds de liquidité avec cette différence.

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.

7.2 Coût d'une titrisation

Les coûts d'une titrisation sont composés de différents frais de constitution : la commission de l'arrangeur, la commission de garantie et de placement des titres, les frais de gestion du FCC, la rémunération de l'agence de notation.

L'opération de titrisation est onéreuse. Cependant, on étale le coût en rechargeant le fonds (le fonds est ainsi utilisable plusieurs fois).

De plus, il faut déduire de ces coûts les avantages de rentabilités obtenues par l'amélioration des différents ratios étudiés.

L'essor de la nouvelle réglementation bancaire (ratio Mc Donough en 2006) et la diversification des actifs titrisables donnent à la titrisation des perspectives à moyen terme tout à fait intéressantes. Il convient donc de surveiller l'évolution de cette technique qui s'insère dans un mouvement plus large de financements structurés.

Section **2** LE RECONDITIONNEMENT DES TITRES

1 Le montage de base

Il s'agit essentiellement des titres subordonnés à durée indéterminée qui peuvent être transformés en titres subordonnés remboursables. C'est ce montage qui va être présenté, même s'il est peu employé.

On peut considérer quatre phases principales dans ce type de montage. Un emprunt, représenté par des titres subordonnés à durée indéterminée (généralement à taux variable), est émis et placé auprès d'investisseurs.

Une société ad hoc est créée dans un paradis fiscal. Elle s'engage à acheter au pair les TSDI dans quinze ans (durée du montage), aux investisseurs qui s'engagent, pour leur part, à les lui vendre.

La société émettrice reverse à la société ad hoc la valeur actuelle des intérêts qui devraient être payés à partir de la seizième année. Cette dernière va alors acheter un zéro coupon de bonne signature à quinze ans, dont le montant, après capitalisation en franchise d'impôt (puisque'elle est située dans un paradis fiscal), sera égal au nominal des TSDI.

À l'issue des quinze ans, l'émetteur du zéro coupon rembourse sa dette à la société ad hoc qui peut ainsi racheter les titres aux investisseurs. Juridiquement, les TSDI existent toujours et l'émetteur ne versera plus qu'un intérêt symbolique sur ces titres qu'il pourra racheter.

2 Les autres montages É partir de TSDI

2.1 Le montage auto zéro

Le principe de ce montage est fondé sur le fait que l'établissement bancaire souscripteur au TSDI et l'émetteur des obligations à coupon zéro sont les mêmes. L'établissement bancaire assure alors à la société ad hoc des obligations zéro coupon au taux facial des TSDI, taux bien supérieur au taux habituel des obligations zéro coupon. Le coût de l'opération est donc bien moins élevé pour l'émetteur puisque la part reversée à la société ad hoc est nécessairement moindre. En ce qui concerne le reste du montage, il reste le même.

2.2 Le montage zéro virtuel

Ce montage implique la mise en place d'une seconde société ad hoc ; celle-ci doit racheter le dépôt des TSDI reversés à la première contre des obligations zéro coupon qu'elle aura elle-même émises à un taux égal au taux facial des TSDI.

La deuxième société achètera les TSDI, avec le dépôt ainsi récupéré et percevra les intérêts versés par l'émetteur ; ces sommes lui permettront, progressivement, de racheter les autres TSDI aux investisseurs. Dans ce montage, les TSDI ne sont pas remboursés *in fine*, mais tout au long de l'opération.

À l'échéance du reconditionnement, la deuxième société ad hoc aura récupéré tous les TSDI qui équivalent au montant des obligations zéro coupon souscrites par la première société ad hoc puisque les taux sont identiques. Dès lors, la première société ad hoc récupère les TSDI sous forme de produit de capitalisation des obligations zéro coupon. Cette dernière s'étant engagée à l'émission à ne pas percevoir d'intérêts à l'échéance du reconditionnement, les TSDI continuent à avoir une existence juridique mais ne donnent lieu au versement d'aucun flux. Ce montage présente un double avantage : les coûts sont moindres pour l'émetteur et le remboursement des TSDI aux investisseurs est progressif.

2.3 Les restructurations

Des restructurations surviennent car, avec le temps, le risque des souscripteurs diminue compte tenu de la capitalisation croissante du zéro coupon alors que la rémunération des TSDI reste la même. Ce type de réaménagement a pour objet de scinder l'émission de TSDI reconditionnés en distinguant le zéro coupon du TSDI. Afin de conserver le traitement fiscal spécifique aux TSDI, la restructuration ne doit pas mettre en cause l'existence de ceux-ci. Elle implique la création d'une société tierce qui rachète les TSDI aux investisseurs. Celle-ci libère alors la société ad hoc, détentrice du zéro coupon, de ses obligations envers les investisseurs. Le zéro coupon est alors cédé sur le marché au bénéfice de la société tierce. Cette dernière continue à percevoir les intérêts versés sur le TSDI par l'émetteur ; ces sommes lui permettront de rembourser l'emprunt souscrit afin d'assurer le rachat des TSDI aux investisseurs.

Section 3 LA DÉFAISANCE

Le Conseil national de la comptabilité, dans un avis relatif à la comptabilisation de l'opération d'*in substance defeasance* (défaisance), 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.

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).

1.1 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.

1.2 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.

1.3 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.

2 Mise en œuvre de l'opération de défaisance

2.1 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.

2.2 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 défaisance, 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 défaisance 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 défaisance 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 défaisance 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.

L'ESSENTIEL

- La titrisation consiste à vendre un ensemble de créances à une entité créée pour la circonstance, 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.
- La titrisation permet de transformer des actifs en titres émis sur le marché.
- La titrisation s'intègre dans le cadre des financements structurés, dont elle constitue une part importante.
- Les financements structurés se différencient des financements classiques par la recherche d'une optimisation de leurs aspects financiers, juridiques, fiscaux et comptables. Ils permettent d'ajuster les structures de financement aux contraintes propres à chaque besoin exprimé.
- Les financements structurés reposent sur une analyse du business plan et sur l'estimation de la valeur de marché future des biens financés.
- La défaisance technique permet à une entreprise 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. Cette technique peut être assimilée à un remboursement anticipé d'emprunt.

Chapitre

7

La communication financière et le gouvernement d'entreprise

SOMMAIRE

SECTION 1 La communication financière

SECTION 2 Le gouvernement d'entreprise

Section 1

LA COMMUNICATION FINANCIÈRE

De nombreux axes sont développés et mettent en lumière les avantages des nouveaux outils pour évaluer la création de valeur, la communiquer, informer sur la stratégie et les activités créatrices de valeur. Les outils financiers ne suffisent pas et ne sont pas capables d'exprimer les avantages qualitatifs qui créent une réelle valeur pour l'actionnaire.

Cette idée se rapproche d'une discipline de la valeur prenant en compte de nombreux critères encore trop peu exploités actuellement par les sociétés cotées.

L'accent est plus mis sur la communication ; l'approche se base sur un ensemble d'initiatives réglementaires et de progrès technologiques constituant la base d'un *reporting* fiable auprès des investisseurs ; elle met en lumière le modèle *value reporting*, issu des besoins des investisseurs et donnant une vue d'ensemble de la stratégie et de la performance d'une entreprise donnée.

Ce modèle nous montre la réelle importance de communiquer sur des éléments non plus financiers mais de l'ordre de la stratégie, des hommes, de l'innovation, de la chaîne d'approvisionnement, des clients, des marques, de l'image et de tout élément contribuant à la création de valeur.

Il semble que l'on revienne vers des méthodes qui prennent en compte les sources de valeur.

Cette dynamique d'approche de la création de valeur, mélangeant les outils financiers de création de valeur intrinsèque et actionnariale et les sources de valeur qualitatives coïncide avec les nouvelles exigences de transparence et de pérennité.

1 Les avantages de la communication financière

De nombreuses entreprises hésitent encore à communiquer sur la création de valeur ; en effet, certaines d'entre elles pensent que les résultats comptables suffisent à informer les actionnaires, et ce pour plusieurs raisons :

- les informations obligatoires sont déjà importantes ;
- les actionnaires réagissent bien à ces indicateurs, il n'y a donc pas de raison de les changer.

Certaines entreprises pensent aussi qu'il ne faut pas diffuser trop d'informations en raison de son coût d'une part et pour ne pas aller au-devant des besoins du public d'autre part.

De plus, certaines informations demandées peuvent avoir un impact négatif sur le cours de Bourse en attirant l'attention sur de

faux problèmes et nuire parfois à l'image de la société par rapport à des problèmes éthiques, par exemple.

Les informations non comptables en raison de leur diversité et de leurs traitements différents selon les entreprises, sont parfois difficiles à comparer et donc pas toujours fiables. Enfin, les écarts entre les prévisions et la réalité peuvent nuire aux entreprises.

Néanmoins, la communication se révèle souvent indispensable pour les groupes.

Un groupe ne communiquant pas peut être victime de sous-cotation et de forte volatilité de son cours de Bourse, car il n'incite pas les investisseurs à lui allouer des ressources utiles à son développement.

Dans un contexte où la communication est de plus en plus présente, la non-communication par une entité est perçue comme un manque de transparence.

Les avantages de la communication sont multiples :

- renforcement de la crédibilité du management ;
- capacité à attirer les investisseurs à long terme ;
- meilleur suivi du titre par les analystes ;
- accès plus facile au marché des capitaux ;
- meilleur cours de Bourse.

En prenant en compte ces avantages, les groupes cotés essayent, de plus en plus, d'avoir une attitude proactive face aux attentes du marché. La communication financière s'est principalement développée autour de la création de valeur actionnariale.

2 Les récepteurs de cette communication

Une fois que l'entreprise a décidé de communiquer, on peut se demander quels vont être les récepteurs de cette communication. Les actionnaires uniquement, ou une cible de prescripteur beaucoup plus large ?

Il existe six cibles importantes.

• Les investisseurs institutionnels

Ce sont des investisseurs majeurs sur le marché, susceptibles de faire varier les cours de façon importante. Ces investisseurs institutionnels se divisent en quatre catégories (les établissements financiers, les compagnies d'assurance, les OPCVM et les fonds de pension).

• Les actionnaires individuels

La France compte environ six millions d'actionnaires individuels. Plusieurs groupes du CAC 40 sont détenus en grande partie par des actionnaires individuels. Ils sont généralement fidèles aux entreprises contrairement aux investisseurs institutionnels.

• Les salariés

Les salariés sont devenus une cible importante de la communication financière. Ce sont les actionnaires les plus stables et les plus fidèles.

• Les analystes financiers

Ce sont des prescripteurs reconnus aussi bien par les investisseurs institutionnels que par les particuliers. Leurs recommandations sont suivies de près et peuvent influencer de façon importante les cours de Bourse.

• La presse

Ce sont également des prescripteurs importants aussi bien en France qu'à l'étranger.

• Les clubs d'investisseurs

Ce sont des lecteurs avertis réalisant un investissement intellectuel et financier.

3 Les indicateurs de la communication financière

Il apparaît que l'influence croissante des actionnaires, en particulier des gestionnaires de fonds soucieux de maximiser la rentabilité des

capitaux investis dans telle ou telle entreprise, conduit les grandes firmes à communiquer sur la valeur et à développer un marketing du titre.

Il y a donc une influence réelle de l'actionnaire sur le contenu de la communication financière. Différents outils ont ainsi été développés, servant à communiquer l'information précieuse à ces apporteurs de fonds.

Sans rejeter la vision comptable, les dirigeants enrichissent leur approche de la performance par la notion de création de valeur. Il existe de nombreux indicateurs permettant de mesurer cette performance qui est en fait la valeur intrinsèque de l'entreprise.

- **EBE (excédent brut d'exploitation) ou EBITDA** (*earning before interests, taxes, depreciation and amortization*)

C'est un des indicateurs permettant de mesurer la performance en termes de production, déduction faite des consommations externes et des charges de personnel.

- **La capacité d'autofinancement**

Elle représente le solde des produits encaissables sur les charges décaissables à disposition de l'entreprise pour s'autofinancer, verser des dividendes et se désendetter.

- **ROE** (*return on equity*)

$$\text{ROE} = \frac{\text{résultat net}}{\text{capitaux propres}}$$

Il s'agit du ratio majeur de la rentabilité financière.

- **ROI** (*return on investment*)

$$\text{ROA} = \frac{\text{résultat net} + \text{intérêts sur emprunts}}{\text{capitaux propres} + \text{endettement}}$$

Il s'agit du ratio de la rentabilité économique.

- **ROA** (*return on asset*)

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBE}}{\text{total bilan}}$$

- **ROCE** (*return on capital employed*)

$$\text{ROCE} = \frac{\text{résultat d'exploitation net d'impôt}}{\text{actif immobilisé d'exploitation} + \text{BFRE}}$$

Les résultats s'analysent comme suit :

- Si ROCE > coût du capital, il y a création de valeur.
- Si ROCE = coût du capital, il n'y a ni création, ni destruction de valeur.
- Si ROCE < coût du capital, il y a destruction de valeur.

- **Le PER**

Le PER mesure le jugement que portent les investisseurs sur la performance actuelle et les perspectives de croissance de l'entreprise. Il s'agit du rapport entre la capitalisation boursière et le bénéfice part du groupe.

De nombreux facteurs l'influencent :

- la croissance attendue des ventes ;
- les risques inhérents à chaque activité ;
- la politique financière ;
- le coût du capital ;
- les sources de cash flow libres.

- **Le TSR** (*total shareholder return*)

Ce ratio compare les dividendes perçus et la plus-value finale sur le capital action investi. Ce ratio correspond à une perspective financière d'évaluation externe. Le TSR s'exprime en pourcentage et correspond à l'addition du taux de rendement de l'action (dividende / valeur de l'action) et du taux de plus-value (plus-value sur la période / valeur initiale de l'action). C'est le taux de rentabilité pour l'actionnaire qui achète son action en début de période et la revend en fin de période.

La création de valeur actionnariale dépend, dans ce modèle, de l'évolution des cours et des dividendes.

$$\text{TSR} = \frac{\text{cours de fin d'année} - \text{cours de début d'année} + \text{dividende}}{\text{cours de début d'année}}$$

- **Le MTB** (*market to book*)

Ce ratio correspond au rapprochement entre la capitalisation boursière et les capitaux propres.

Si ce rapport est supérieur à 1, alors les actionnaires constatent une création de valeur ; la valeur actuelle de leurs titres dépasse la somme des efforts consentis.

- **L'EVA** (*economic value added*)

Une entreprise crée de la valeur pour les actionnaires lorsque la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût du capital supporté.

$$\text{EVA} = (\text{Re} - i) \times \text{CI}$$

Avec : Re, taux de rentabilité des capitaux investis ; i, coût moyen pondéré du capital et CI, capitaux investis.

- **La MVA** (*market value added*)

$$\text{MVA} = \text{valeur boursière} - \text{actif net comptable corrigé}$$

Plus grande est la différence entre la valeur des titres sur le marché (capitalisation boursière) et la valeur patrimoniale (ANCC), plus le marché anticipe des profits sur les années à venir ; l'immatériel est fortement valorisé, l'optimisme est grand.

- **CFROI** (*cash flow return on investment*)

C'est un rapport entre la somme des flux de trésorerie d'exploitation actualisés au coût du capital et le montant des actifs d'exploitation bruts engagés dans les projets industriels.

4 Les limites de ces différents indicateurs et modèles

Les données comptables ne sont pas suffisantes pour les investisseurs car elles retranscrivent la situation passée de l'entreprise alors que les indicateurs et modèles boursiers se proposent plutôt d'indiquer les perspectives futures de rendement.

Ces différents indicateurs et modèles sont donc souvent complémentaires ; néanmoins, en termes de communication la diversité des approches, des méthodes de calcul et des terminologies perturbe les investisseurs.

En effet, il est souvent difficile pour les actionnaires de faire le lien entre les données comptables, les différents ratios boursiers, la création de valeur et la stratégie de l'entreprise.

Tous ces indicateurs peuvent donc être utilisés dans le cadre de l'information sur la création de valeur, mais encore faut-il que l'entreprise justifie ses choix.

Nous constatons un manque de clarté dans la communication financière des groupes. En effet, le thème de la création de valeur actionnariale est un thème relativement nouveau. Il n'y a notamment aucune explication pédagogique sur la création de valeur.

Cette approche pédagogique n'a pas été abordée par les entreprises qui ont commencé à communiquer sur la création de valeur, comme si cette notion était un acquis pour les investisseurs.

Ce manque d'empathie a créé une méfiance de la part des actionnaires. Un manque de pédagogie a donc fait prendre beaucoup de retard aux sociétés dans la communication sur la valeur.

Il est acquis que la communication, même en période de difficulté, améliore les perspectives d'appréciation des titres. La communication financière est un véritable enjeu pour les entreprises. Améliorer cet aspect, c'est rendre moins court-termiste la vision des investisseurs et c'est aussi réduire la volatilité des titres, qui est souvent due à un manque d'information.

Afin d'améliorer la communication financière, les entreprises doivent « sortir des chiffres » et intégrer des critères non financiers.

En effet certains éléments, comme le développement d'un avantage concurrentiel ou la gestion du risque en interne, sont difficilement quantifiables et pourtant essentiels pour déterminer les prévisions de rendement futur d'une entreprise.

De plus, les indicateurs « classiques » que nous avons évoqués ne conviennent pas forcément à tous les types d'activité et donc ne

reflètent pas forcément la création de valeur attendue par les actionnaires.

Les entreprises doivent aborder des sujets tels que le management, la conjoncture économique ou les relations sociales.

La principale faiblesse des deux indicateurs MVA et TSR est qu'ils peuvent faire apparaître une destruction de valeur alors même que l'entreprise a dégagé, sur son actif économique, une rentabilité supérieure au coût du capital. Sur une longue période, il peut y avoir des écarts considérables entre le TSR et la MVA.

Pour cette raison, nous pouvons préconiser l'établissement d'une distinction claire entre indicateurs de performance économique et indicateurs de création de valeur boursière (TSR et MVA). En effet, les premiers mesurent une performance passée sur un exercice alors que les seconds reflètent beaucoup plus une anticipation de création de valeur à travers la prise en compte du cours de l'action.

L'EVA offre une multitude d'interprétations en fonction de ce que souhaite faire ressortir le management. La manipulation des outils et le manque d'informations détaillées polluent les analyses et font augmenter la volatilité des titres.

En raison de ces enjeux, les entreprises utilisent de plus en plus d'indicateurs et des méthodes différentes pour analyser les résultats et communiquer sur la création de valeur. Ces pratiques mènent à une trop grande diversité d'interprétation des résultats. Ceci crée une confusion et une perte de confiance des marchés financiers face à l'information financière.

Deux attitudes extrêmes sont fréquemment observées dans les entreprises :

- La première, minimaliste, consiste à mettre en place un nombre limité d'indicateurs de création de valeur (profit économique, EVA, ROCE) et à s'en servir uniquement comme vecteur de communication.
- La seconde, maximaliste, déploie autour de ces indicateurs des systèmes et des procédures rigides dont l'objectif est d'encadrer les décisions de gestion et de rémunérer partiellement les managers en fonction du respect des règles financières imposées.

La première attitude est bien entendue insuffisante. Mettre en place des capteurs ne permet pas en soi de créer de la valeur. Les indicateurs habituellement utilisés ont une nature historique et comptable, alors que la valeur de l'entreprise dépend des opportunités de croissance futures. En outre, un niveau élevé de corrélation entre l'évolution positive de ces indicateurs à court terme et l'augmentation de la valeur boursière de l'entreprise à moyen et long termes n'a pas pu être démontré de manière satisfaisante et unanime.

La seconde attitude peut conduire les managers à se focaliser sur le court terme et les inciter à sous-investir. Créer de la valeur consiste à prendre des décisions stratégiques susceptibles de déboucher sur des avantages compétitifs réels et durables. Dans le cadre des décisions d'investissement, la rationalité financière ne doit pas être négligée ; cependant, elle ne saurait en être l'unique dimension. L'intuition, la vision, la chance et la prise de risque ont aussi leur place, et tout système qui conduirait à les brider ne saurait favoriser la création de la valeur à long terme.

5 Les solutions alternatives proposées pour améliorer la communication financière

Il serait possible d'enrichir la décision stratégique, et d'en assurer l'exécution efficace, en adoptant une véritable discipline de la valeur.

Il apparaît que la clef du succès réside dans la mise en place d'une approche managériale systématique visant à maximiser la création de valeur à long terme en favorisant le développement d'avantages compétitifs. Plus que les indicateurs mis en place ou même leur précision, c'est la qualité des décisions stratégiques qui est en question et, *in fine*, la culture de l'entreprise. Le choix des capteurs ne constitue pas la clef du succès en termes de création de valeur.

Les caractéristiques des entreprises réussissant dans leur stratégie de création de valeur sont les suivantes :

- L'ensemble de l'organisation et des hommes sont mobilisés autour de la création de valeur à long terme.

- Décisions prises par rapport à la création de valeur.
- Grande réactivité des départements opérationnels de l'entreprise. Les risques opérationnels sont explicitement pris en compte.
- Gestion mettant sans cesse en avant les avantages concurrentiels. Le système de mesure des performances permet de suivre la construction d'avantages compétitifs clairement identifiés.
- Communication claire au bénéfice des apporteurs de capitaux. Les dirigeants adressent des signaux clairs aux investisseurs.

Ce mode de gestion est basé sur une création de valeur à long terme, le développement et la croissance de l'entreprise restant réactifs et veillant à toujours garder des avantages compétitifs. On parle d'une gestion proactive.

La solution consiste en la mise en place d'une discipline de la valeur qui comporte trois dimensions : l'analyse préalable, l'alignement de l'entreprise et la mise en œuvre d'une stratégie créatrice de valeur.

5.1 L'analyse préalable

C'est un état des lieux qui permet de mettre en évidence les grandes problématiques de création de valeur de l'entreprise. Elle consiste à identifier les activités créatrices ou destructrices de valeur. Pour cela, il est nécessaire de réaliser un examen des stratégies de chaque activité, sur leurs projections financières et leurs risques respectifs.

Cette analyse s'accompagne d'un diagnostic des processus clefs de la création de valeur dans l'entreprise (choix d'investissement, gestion de l'innovation). La mise en œuvre de méthodes d'évaluation classiques (comme l'actualisation des flux de liquidités disponibles) conduit à la valorisation de chaque activité et de l'ensemble du groupe.

Lorsque l'entreprise est cotée, une analyse fine de ses performances boursières doit être conduite. Il convient d'examiner l'écart entre sa valeur de marché et sa valeur intrinsèque, et l'évolution relative de sa capitalisation boursière par rapport à celle de son secteur d'activité et de ses principaux concurrents. Cette analyse peut être complétée par une véritable étude de marché auprès des investisseurs

et des analystes financiers. L'intérêt majeur de ce type d'analyse est d'identifier des vecteurs d'amélioration rapide de la valeur de l'entreprise (réorientation stratégique, cessions ou acquisitions d'activités et politique financière).

5.2 L'alignement de l'entreprise

C'est une mise en place d'outils d'analyse et d'incitation qui consiste ensuite à mettre en place des outils et des méthodes pour assister les managers dans la réflexion et l'action stratégique :

- élaboration de financement, du budget et des choix d'investissement ;
- mise en place d'un programme de formation et de sensibilisation des principaux décisionnaires ;
- création de nouveaux indicateurs non financiers pour pallier l'insuffisance des indicateurs financiers afin de permettre la construction des avantages compétitifs ;
- adaptation des modalités de rémunération des managers.

L'objectif de la discipline de la valeur est de faire en sorte que les managers se comportent comme des actionnaires : il est logique qu'une partie plus importante de leur rémunération soit liée à la création de valeur. Au plus haut niveau de l'entreprise, il est concevable d'établir un lien direct entre valeur actionnariale et rémunération. Plus on descend dans la pyramide des responsabilités, plus les critères d'appréciation doivent être liés à des éléments sur lesquels les opérationnels ont une réelle maîtrise.

5.3 La mise en œuvre d'une stratégie créatrice de valeur

Elle permet enfin de prendre les décisions créatrices de valeur en considérant deux niveaux : celui du groupe et celui des unités stratégiques.

C'est au cours des processus de croissance externe que les destructions de valeur les plus fortes peuvent se produire. L'utilisation des outils d'analyse et de simulation, pour valider l'opportunité d'une acquisition et le coût de son intégration dans le groupe, permet de rationaliser la décision et d'en limiter les risques.

L'élaboration d'une stratégie marketing du titre pour assurer les relations avec les investisseurs est une fonction majeure de la direction générale. Ces signaux sont opérationnels (politique d'investissement, nouveaux produits, politique générale de développement, principes de gouvernement d'entreprise) et financiers (politique de dividendes, rachats d'actions, scissions, structure financière).

L'une des clefs du succès de l'implantation de la discipline de la valeur réside dans la façon dont ces outils sont perçus par les opérationnels : ils doivent être considérés comme des outils d'aide à la décision, et non comme de nouveaux moyens de contrôle de la direction financière.

Peu de groupes peuvent se targuer d'avoir mis en place un système complet et efficace de gestion de la valeur. Cependant, il est possible de tirer quelques leçons des expériences passées ou en cours, même si beaucoup restent partielles. Quelques conditions doivent être réunies pour assurer le succès d'une mise en place qui passe avant tout par l'adhésion de l'ensemble du personnel de l'entreprise.

Il faut tout d'abord avoir conscience de l'ampleur du projet et de sa nature culturelle. La discipline de la valeur constitue un vrai projet culturel pour l'entreprise qui l'adopte. Les opérationnels doivent s'approprier cette philosophie. Pour cela, il convient de rester simple dans l'approche et souligner que l'objectif est d'aider les managers à prendre de meilleures décisions.

Toutes les techniques financières disponibles doivent être utilisées en fonction des sujets à traiter.

La rémunération liée à la création de valeur n'est pas encore très répandue en Europe, Elle constitue pourtant un préalable à toute modification en profondeur des comportements. Elle doit être élaborée en fonction d'objectifs financiers et non financiers. Il s'agit d'un projet à mener dans la durée. Il doit être conduit comme tout projet, c'est-à-dire avec méthode.

Cette philosophie de la création de valeur présente néanmoins un revers : celui de contraindre l'entité à respecter ses promesses et à créer toujours plus de valeur. En effet, le marché anticipe les résultats d'une stratégie. Si celle-ci est couronnée de succès, le cours ne

bougera pas puisqu'il aura déjà intégré ses effets. Les exigences de rentabilité des investisseurs prendront comme base la nouvelle valeur de marché et, par conséquent, augmenteront encore la hauteur de l'obstacle que le management devra franchir dans le futur. C'est une contrainte importante pour le management. Cependant, une entité cotée peut-elle se permettre de négliger cette discipline lorsque de plus en plus de ses concurrents l'adoptent ? Sa mise en place offre aux groupes qui l'ont adoptée une supériorité stratégique.

6 L'approche long terme de la valeur et le modèle *value reporting*

Par manque d'informations claires et adéquates, les marchés se sont concentrés sur des données financières à court terme et plus particulièrement sur les résultats nets.

Cette approche par les résultats s'est traduite par une volatilité excessive des cours boursiers, des valorisations de marché erronées et par une importance trop grande accordée aux rumeurs.

Les analystes en sont venus à faire des estimations sur les bénéfices à court terme, obligeant les dirigeants des sociétés à dépasser les prévisions. Ce phénomène joue un rôle de plus en plus important dans la fixation du prix des actions et force les dirigeants à :

- augmenter constamment les bénéfices pour produire un historique séduisant ;
- gérer les prévisions en façonnant celles des analystes ;
- dépasser les prévisions ;
- prendre des décisions fondées sur les bénéfices attendus à court terme en sacrifiant les bénéfices à long terme.

Autant de décisions dangereuses pour la survie des entreprises, qui mènent les investisseurs à vendre les actions qui ne livrent pas les résultats attendus.

On note d'ailleurs l'importance d'une communication précise émise par l'entreprise pour éviter que les investisseurs se fient aux analystes et pour qu'ils prennent en compte tous les éléments qualitatifs.

Section 2 LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

1 Les conflits d'intérêts

Bien qu'il existe une réglementation prévoyant des sanctions pénales contre les actes frauduleux en matière de gestion d'entreprises, elle ne suffit pas à éviter les risques résultant d'erreurs stratégiques ou d'un mauvais management.

Les scandales financiers ont alarmé l'opinion publique sur l'éthique des entreprises. L'organisation du pouvoir à l'intérieur de l'entreprise est un enjeu essentiel pour une bonne gestion. Les différentes parties prenantes de l'entreprise (dirigeants, actionnaires, salariés, clients, fournisseurs, créanciers, État) ne poursuivent pas les mêmes objectifs. Des conflits d'intérêts apparaissent.

Pour limiter les divergences, un certain nombre de mécanismes peuvent être mis en place, en particulier, pour inciter les dirigeants à agir dans le sens des intérêts des actionnaires.

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 le dirigeant et le mandant est l'actionnaire. 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.

Le marché des biens et des services exerce un contrôle externe sur le dirigeant, en ce sens que si l'entreprise n'atteint pas un niveau de compétitivité suffisant, elle risque de connaître des difficultés financières. L'économie de marché constitue un élément incitatif pour le dirigeant car, en cas de faillite, il perd son travail.

Le marché des équipes dirigeantes est un élément de contrôle des entreprises. Une équipe dirigeante externe peut décider de prendre le contrôle par offre publique. La menace d'une offre peut conduire les dirigeants à agir de façon plus efficace.

Le **marché boursier** joue un rôle de sanction pour les dirigeants non performants. Les actionnaires peuvent décider de vendre leurs titres et ainsi faire chuter le cours et donc augmenter la probabilité de prise de contrôle. En cas d'offre hostile, le poste du dirigeant est menacé.

L'**endettement** joue un rôle disciplinaire. Le service de la dette réduit la trésorerie disponible. Le fait que l'entreprise doive se désendetter impose au dirigeant de dégager un certain niveau de bénéfice.

Le principal mode de contrôle interne est le **droit de vote** attribué aux actionnaires en assemblée générale. Les actionnaires ont le pouvoir d'approbation des comptes, de nomination et de révocation des dirigeants et d'affectation des résultats.

L'intéressement des dirigeants est un moyen de les inciter à agir dans l'intérêt des actionnaires. L'indexation de leurs rémunérations sur la rentabilité de l'entreprise, l'attribution d'actions gratuites et les plans de stock-options permettent de limiter les conflits d'intérêts, de rendre compatibles les objectifs des actionnaires et des dirigeants.

Afin de retrouver un pouvoir, le dirigeant peut faire nommer des administrateurs qui lui sont redevables, multiplier les mandats croisés, réaliser des investissements complexes ou augmenter la taille de l'entreprise pour rendre la structure difficilement compréhensible.

Les organismes patronaux s'intéressent aux problématiques de gouvernance.

2 Les rapports

Le **rapport Cadbury**, rendu public en 1992 en Grande-Bretagne, préconisait l'indépendance du comité d'audit qui devait être constitué au maximum d'administrateurs indépendants. Il proposait la création d'un comité de rémunérations, ainsi que d'un comité de nominations des administrateurs.

En France, trois rapports (**rapports Vienot** de 1995 et 1999 et **rapport Bouton** de 2003) ont émis un certain nombre de recommandations.

L'objectif de l'entreprise ne doit pas se réduire à la seule création de valeur actionnariale mais à la recherche de l'intérêt social, à savoir la satisfaction de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (les *stakeholders*).

La loi relative aux **Nouvelles réglementations économiques** et la **loi sur la Sécurité financière** préconisent le renforcement des pouvoirs de l'**Autorité des marchés financiers**, l'encadrement de la composition des conseils d'administration, des obligations plus lourdes en termes d'information pour les sociétés cotées, la possibilité de distinguer la fonction de président et de directeur général, la transparence sur les conditions de préparation et d'organisation du conseil d'administration et sur les procédures de contrôle interne.

Le rapport Bouton ne tranche pas sur la périodicité optimale de la publication des comptes. La trimestrialité augmente la volatilité apparente des performances, elle autorise souvent un ajustement plus opportun des marchés.

Pour une meilleure qualité de l'information l'Autorité des marchés financiers préconise le recours à des indicateurs constants. Le mode de calcul des indicateurs doit être public et accessible.

Le rapport Bouton précise les qualités requises de l'information comptable :

- participer à la stabilité des marchés, des économies et du financement de l'entreprise ;
- faciliter la compréhension des états financiers, des tendances de fonds et des risques de l'entreprise ;
- être applicable et reconnue par tous les acteurs de la vie économique ;
- produire une information digne de confiance, c'est-à-dire fiable et vérifiable.

Le rôle du conseil d'administration est de définir la stratégie de l'entreprise, de désigner les mandataires sociaux, de contrôler la gestion et de veiller à la qualité de l'information communiquée aux actionnaires. Selon le rapport Vienot, le conseil doit comporter au moins un tiers d'administrateurs indépendants, la moitié selon le rapport Bouton si le capital est dispersé.

Le rapport Bouton précise que, pour être indépendant, l'administrateur ne doit :

- ni être salarié, ni mandataire social de l'entreprise ou de l'une de ses filiales ;
- ni être mandataire social d'une société dans laquelle la société détient un mandat d'administrateur ;
- ni avoir un lien de parenté ou personnel avec un mandataire social ;
- ni être ou avoir été auditeur de la société depuis au moins cinq ans ;
- ni avoir été administrateur de cette société pendant douze ans ;
- ni être directement ou indirectement client, fournisseur ou banquier de la société ou de son groupe.

Le conseil d'administration, assisté du comité des rémunérations, est compétent pour apprécier l'indépendance de l'administrateur. La répartition des responsabilités entre le directeur général et le président doit être clairement posée et rendue publique.

Les modes de rémunérations des dirigeants et des administrateurs doivent être publics. L'attribution des stock-options doit être publique, ainsi que le calendrier d'attribution.

Le conseil doit être évalué au moins une fois par an, son mode fonctionnement doit être vérifié et la participation de chaque administrateur confirmée.

Le conseil doit apprécier au moins une fois par an la performance du président et des directeurs généraux. Le rôle, la compétence et l'implication des administrateurs doivent être confirmés.

Les mandataires sociaux doivent inscrire, sous forme nominative, les titres qu'ils détiennent et doivent déclarer l'ensemble des transactions qu'ils réalisent sur les titres de la société dirigée.

Les comités spécialisés renforcent le conseil d'administration.

3 Les comités spécialisés

Le **comité d'audit** doit être composé d'au minimum deux tiers d'administrateurs indépendants et ne compter aucun mandataire

social. Ses membres doivent avoir la compétence en finance et comptabilité. Le comité doit auditionner les commissaires aux comptes, les directeurs financiers, les comptables, les trésoriers. Il doit participer à la sélection du commissaire aux comptes, formuler un avis sur les honoraires. Au-delà de l'examen des comptes sociaux, le comité analyse les comptes consolidés et les engagements hors bilan.

Le **comité des rémunérations** ne doit compter aucun mandataire social et être constitué d'une majorité d'administrateurs indépendants. Il est chargé de calculer la part variable des rémunérations versées aux mandataires sociaux.

Il doit évaluer les rémunérations, les avantages en nature et les compléments de retraite des dirigeants, ainsi que les modalités d'attribution des stock-options.

Le comité des nominations travaille à l'élaboration de la composition de l'équipe dirigeante. Il sélectionne les nouveaux administrateurs et assure leur indépendance. Le montant des honoraires versés au commissaire aux comptes doit être communiqué au comité des rémunérations et doit être en rapport avec les missions confiées. À l'échéance des mandats, la sélection des commissaires aux comptes doit faire l'objet d'un appel d'offres. Le commissaire aux comptes ne doit avoir aucune activité de conseil au sein de l'entreprise.

ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS • ÉTUDE DE CAS

7.1 Société Sole

Les dirigeants des sociétés Seine et Loire entendent réaliser une fusion entre égaux pour former un ensemble leader dans les sciences de la vie. Ils redoutent toute modification des valorisations de chaque entité.

La société Loire distribuera à ses actionnaires un dividende exceptionnel pour équilibrer la parité et ce préalablement à tout échange de titres. Dans un premier temps, la société Seine lancera une offre publique d'échange sur les titres de la société Loire.

Le nouvel ensemble sera baptisé Sole. Les actionnaires de la société Seine réunis en assemblée générale extraordinaire devront approuver l'augmentation du capital nécessaire pour procéder à l'offre publique d'échange.

Quatre actions Seine seront créées pour trois actions Loire apportées : cette parité doit représenter une prime d'échange de 20 % pour les actionnaires de la cible.

Le cours en Bourse de l'action Seine s'établit à 300 €, celui de l'action Loire 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 Loire.

Le capital de la société Seine est composé de 10 000 000 d'actions d'un nominal de 100 €, celui de la société Loire de 7 500 000 actions. Les capitaux propres de la société Seine s'élèvent à 5 230 000 000 €, ceux de la société Loire à 1 500 000 000 €.

L'endettement net de la société Seine s'élève à 245 000 000 €, celui de la société Loire à 415 222 000 €.

Le bénéfice net de la société Seine s'élève à 252 344 000 € celui de la société Loire à 224 516 000 €.

Le résultat opérationnel net d'impôt de la société Seine s'établit à 354 725 000 €, celui de la société Loire à 745 222 000 €.

I ■ Travail à faire

1 ■ Déterminer le dividende exceptionnel versé par la société Loire pour que la prime d'échange soit de 20 %. En déduire l'effet dilutif sur la valeur du titre Seine et le transfert de richesse.

2 ■ Sachant que 100 % des actions Loire ont été apportées à l'échange, apprécier les effets de l'opération sur les bénéfices par action, les valeurs ajoutées économiques, les actifs nets comptables par action, les rendements de fonds propres, les taux d'endettement. Remarques : les synergies permettent d'envisager des résultats opérationnels et nets du nouveau groupe représentant 120 % de la somme des résultats des sociétés Seine et Loire. Par hypothèse, nous retenons un coût du capital de 8,5 %.

3 ■ Déterminer la parité maximum pour qu'il n'y ait pas d'effet dilutif sur le BPA des actionnaires Seine, puis la parité minimum pour qu'il n'y ait pas d'effet dilutif sur le BPA des actionnaires Loire.

La société Rodim est une filiale à 80 % de la société Seine. Son capital est composé de 1 000 000 de titres avec un cours en Bourse de l'action de 900 €. La société Seine souhaite se désengager dans les années à venir du capital de la société Rodim en émettant des obligations à option d'échange en actions Rodim. Ces obligations auront une maturité de quatre ans, un taux facial de 3,5 %. Une parité d'une action Rodim pour une obligation est prévue. L'émission porte sur 800 000 titres d'un nominal de 1 000 € avec émission et remboursement au pair.

Depuis deux ans, les dirigeants de la société Rodim étudient l'opportunité d'acquérir la société Wilson pour devenir le leader mondial des phosphates. La baisse du cours de l'action Wilson rend la prise de contrôle attractive. La société Albert, concurrente de la société Rodim, lance une offre publique d'achat sur le capital de la société Wilson, contraignant ainsi la société Rodim à réagir promptement. L'offre est de 130 € par titre. Le cours moyen du titre Wilson est de 120 €.

Les dirigeants de la société Rodim évaluent la société Wilson par la méthode des flux de trésorerie d'exploitation disponibles (*free cash flows*) afin de savoir si une surenchère est possible. La réponse est positive. La société Seine donne son accord en l'assortissant d'une

condition : il ne faut pas que l'acquisition de la société Wilson et l'endettement correspondant apparaissent dans les comptes consolidés du groupe Seine et donc dans les comptes sociaux de la filiale Rodim.

Les dirigeants de la société Rodim envisagent donc de recourir à une opération de portage, c'est-à-dire de faire acquérir les titres par un porteur, ce dernier promettant de les revendre au donneur d'ordre au terme d'une période déterminée selon des modalités fixées dès l'origine. Cette technique permet d'éluder la question de la consolidation de l'acquisition. La commission de portage s'élèverait à 2 000 000 €.

Une entité ad hoc est créée, la société Danube, pour porter les titres. Son capital est composé de 150 000 titres d'une valeur nominale de 100 € entièrement détenus par la société Rhin, établissement financier spécialisé et autonome.

Pour le débouclage du portage, une option d'achat portant sur 100 % du capital de la société Danube est mise en place au profit de la société Rodim à un prix établi sur la base du prix payé pour acquérir la société Wilson, auquel s'ajoutent les éléments de la période transitoire.

La société Danube est susceptible d'emprunter auprès des banques un montant situé entre 470 millions d'euros et 550 millions d'euros selon les surenchères. Afin de se ménager un accès supplémentaire au capital de la société Danube, la société Rodim souscrit des obligations convertibles en actions à coupon zéro émises par la société Danube. Il s'agit de 1 000 000 de titres de 50 € le nominal émis et remboursés au pair. La parité est d'une action pour une obligation.

Avec leurs conseils, les dirigeants de la société Rodim fixent la contre-offre à 170 € l'action. L'offre publique d'achat est lancée sur la totalité des 3 700 000 titres formant le capital de la société Wilson. Cette offre séduit les actionnaires et, finalement, la société Danube doit déboursier 597,55 millions d'euros pour détenir 95 % du capital de la société Wilson.

Un appel d'offres est lancé auprès des banques. Compte tenu du fort taux d'endettement de la société Danube et de la faible surface financière de sa société mère, la société Rodim doit s'engager à se substituer à la société Danube en cas de défaillance. Le prêt finale-

ment accordé intègre un taux de 5 %, légèrement supérieur au taux qu'aurait pu obtenir la société Rodim si elle s'était directement endettée pour une acquisition de ce type. Le prêt bancaire est porté à 540 millions d'euros pour tenir compte de divers frais de structure.

4 ■ Présenter le bilan de la société Danube suite au succès de l'offre publique d'achat à 170 € le titre Wilson.

5 ■ La fusion des sociétés Seine et Loire ayant abouti, la société Rodim peut exercer son option d'achat sur les titres Danube. Préciser le prix d'exercice de cette option et les effets du montage, notamment sur le cours de l'action Rodim, pour les différents protagonistes sachant que le cours en Bourse de l'action Wilson s'établit à 110 €.

6 ■ À l'échéance, les propriétaires des obligations échangeables Seine demandent l'échange en actions Rodim. Apprécier l'évolution probable du cours de l'action Rodim sur les années passées et les conséquences financières de cet échange.

7.2 Société Idra

La société Kos est une filiale à 90 % de la société Siros. Son capital est composé de 25 320 500 titres avec un cours en Bourse de l'action de 14,93 €.

La société Siros souhaite se désengager dans les années à venir du capital de la société Kos. Dans cette perspective, la société Siros émet des obligations à option d'échange en actions Kos. Ces obligations auront une maturité de trois ans, un taux facial de 2 %. Une parité de cinquante actions Kos pour une obligation est prévue. L'émission porte sur 400 000 titres d'un nominal de 1 000 € avec émission et remboursement au pair.

Les dirigeants de la société Kos étudient l'opportunité d'acquérir la société Mikonos pour devenir le leader mondial du recyclage de l'aluminium.

La baisse du cours de l'action Mikonos rend la prise de contrôle attractive.

Les ambitions d'autres sociétés intéressées contraignent la société Kos à réagir promptement.

La société Siros donne son accord en l'assortissant d'une condition : il ne faut pas que l'acquisition de la société Mikonos et l'endettement correspondant apparaissent dans les comptes consolidés du groupe Siros et donc dans les comptes sociaux de la filiale Kos. En effet, cette acquisition pourrait peser sur le cours en Bourse de l'action Kos et donc rendre difficile l'échange en actions Kos dans le cadre des obligations échangeables émises par la société Siros.

Les dirigeants de la société Kos envisagent donc de recourir à une opération de portage, c'est-à-dire à faire acquérir les titres par un porteur, ce dernier promettant de les revendre au donneur d'ordre au terme d'une période déterminée selon des modalités fixées dès l'origine.

La société Idra est donc créée pour porter les titres. Son capital est composé de 10 000 titres d'une valeur nominale de 100 € entièrement détenus par la société Ios, établissement financier spécialisé et autonome.

Pour le débouclage du portage, une option d'achat portant sur 100 % du capital de la société Idra est vendue par la société Ios à la société Kos, une option de vente portant sur 100 % du capital de la société Idra est vendue par la société Kos à la société Ios. Les deux primes sont de même montant. Le prix d'exercice s'établit sur la base du prix payé pour acquérir la société Mikonos auquel s'ajoutent les frais afférents à la période de portage qui s'élèvent à 842 500 € et la commission de la société Ios qui s'élève à 1 250 000 €.

Afin de compléter le financement et de se ménager un accès supplémentaire au capital de la société Idra, la société Kos souscrit des obligations convertibles en actions à coupon zéro émises par la société Idra. Il s'agit de 50 000 de titres de 1 000 € le nominal émis et remboursés au pair. La parité est d'une action pour une obligation.

Avec leurs conseils, les dirigeants de la société Kos fixent une offre publique d'achat à 52,35 € l'action sur les 4 852 300 titres formant le capital de la société Mikonos. Le cours moyen de l'action Mikonos est d'environ 40 €.

Cette offre séduit les actionnaires de la société Mikonos ; 4 152 320 sont apportés à l'offre.

Un appel d'offres est lancé auprès des banques. La société Kos doit s'engager à se substituer à la société Idra en cas de défaillance.

Le prêt finalement accordé intègre un taux de 4 %, légèrement supérieur au taux qu'aurait pu obtenir la société Kos si elle s'était directement endettée pour une acquisition de ce type. Le prêt bancaire est porté à 170 millions d'euros.

I ■ Travail à faire

- 1 ■** Calculer le taux de croissance nécessaire de l'action Kos pour que les obligataires Siros demandent l'échange en actions Kos.
- 2 ■** Présenter le bilan de la société Idra suite au succès de l'offre publique d'achat sur le titre Mikonos.
- 3 ■** Sachant que la société Kos exerce son option d'achat sur les titres Idra, préciser le prix d'exercice de cette option.
- 4 ■** Apprécier les effets du montage sur le cours de l'action Kos. Considérer pour cette question que le cours en Bourse de l'action Mikonos s'établit à 40 €, à savoir son cours moyen précédant l'offre.
- 5 ■** À l'échéance, les propriétaires des obligations échangeables Siros demandent l'échange en actions Kos. Apprécier le rebond du cours en Bourse de l'action Kos et les conséquences de cet échange sur le lien en capital entre la société Siros et la société Kos.

7.3 Société Titus

En sa qualité de dirigeant de la société Gémina, Monsieur Titus a bénéficié d'un plan de stock-options arrivant à maturité fin N. Quelques années au préalable, 300 000 options de souscription d'actions lui ont été attribuées avec un prix d'exercice de 42 €.

La société Gémina est une importante société de services informatiques dont les actions sont cotées. Après plusieurs années de hausse le cours de l'action a atteint un plus haut à 154 €. Cependant, depuis neuf mois, le titre consolide. En outre, sa volatilité s'est élevée et sa liquidité s'est restreinte. L'action ne cote plus que 112 € fin N.

Monsieur Titus considère que le cours est au plus bas, il souhaite donc lever ses options immédiatement afin de minimiser la plus-value d'acquisition (différence entre le cours de Bourse le jour de la levée et le prix d'exercice), porter ses titres pendant deux ans, puis

les céder en profitant éventuellement d'un contexte boursier plus favorable et d'une imposition de la plus-value de cession (différence entre le cours de vente des actions et le cours de Bourse le jour de la levée) au taux de 26 % par hypothèse ; l'imposition de la plus-value d'acquisition est calculée au taux de 40 % par hypothèse.

Toutefois, Monsieur Titus est confronté au problème du financement du portage des titres pendant deux ans et à celui du risque en capital supplémentaire lié à l'absence d'une cession des titres immédiatement après leur levée.

Pour le financement du portage, son banquier lui propose un crédit d'une durée de deux ans au taux de 6 % avec remboursement et paiement des intérêts capitalisés annuellement *in fine*.

Pour sécuriser le cours de vente, son banquier lui propose une couverture à base d'options de gré à gré. Plusieurs solutions sont envisagées.

- Un « cours garanti »

Le prix de vente des actions est garanti. Monsieur Titus ne bénéficiera pas d'une éventuelle hausse du cours. Cette stratégie consiste à acheter une option de vente et à vendre une option d'achat de même prix d'exercice (112 €). Les deux primes s'annulent.

- Un « cours plancher »

Un cours plancher est garanti (112 €) tout en permettant de bénéficier d'une hausse future. Cette couverture repose sur l'achat d'une option de vente. La prime décaissée s'élève à 5 % du montant couvert, soit :

$$5 \% \times 300\,000 \times 112\,€ = 1\,680\,000\,€$$

- Un « cours tunnel »

Cette stratégie garantit la vente à un cours minimum de 112 € et permet de bénéficier d'une éventuelle hausse jusqu'à un plafond déterminé.

Le coût est limité à la différence entre la prime versée, c'est-à-dire :

$$5 \% \times 300\,000 \times 112\,€ = 1\,680\,000\,€$$

et la prime encaissée, c'est-à-dire :

$$4 \% \times 300\,000 \times 132\,€ = 1\,584\,000\,€$$

Cette couverture repose sur l'achat d'une option de vente pour un cours plancher (112 €) et la vente d'une option d'achat pour un cours plafond (132 €).

En cas de baisse, Monsieur Titus exerce son option de vente ; en cas de hausse au-dessus du cours plafond, il devra vendre ses titres à 132 €.

- Un « cours minimum avec participation à la hausse »

Cette couverture repose sur l'achat d'une option de vente pour 100 % des titres à couvrir avec une prime de 5 % du montant couvert, prix d'exercice : 112 €, soit une prime de :

$$5 \% \times 300\,000 \times 112\,€ = 1\,680\,000\,€$$

et la vente d'une option d'achat pour 60 % des titres à couvrir avec une prime de 4 % du montant couvert, prix d'exercice : 132 €, soit une prime de :

$$4 \% \times 300\,000 \times 132\,€ \times 60 \% = 950\,400\,€$$

■ **Travail à faire**

1 ■ En supposant que l'action Gémina cote 160 €, 100 € ou 120 € à la date de cession, calculer l'enrichissement de Monsieur Titus selon les diverses couvertures possibles.

2 ■ Finalement, Monsieur Titus a opté pour une couverture en « cours garanti ». Par ailleurs, Monsieur Titus affirme que le titre Gémina doit rejoindre ses plus hauts historiques dans les mois à venir et recommande vivement aux investisseurs d'accumuler des actions Gémina. Que pensez-vous de ses convictions ?

7.4 Société Max

L'assemblée générale extraordinaire de la société Orion a approuvé le principe d'attribution d'actions gratuites et d'options de souscription d'actions (stock-options) et a autorisé le conseil d'administration à procéder aux attributions au profit des dirigeants et salariés.

La durée minimale de la période d'acquisition, c'est-à-dire la période à l'issue de laquelle l'attribution des actions gratuites est définitive, a été fixée à deux ans. La même durée a été retenue pour les stock-options.

La durée minimale de la période de conservation des actions, c'est-à-dire la période qui court de l'attribution des actions à leur cession, a été fixée à deux ans. La même durée a été retenue pour les stock-options.

La plus-value d'acquisition est égale au cours en Bourse au jour de l'attribution définitive pour les actions gratuites, à la différence entre le cours le jour de la souscription et le prix d'exercice pour les stock-options.

La plus-value de cession est égale à la différence entre le prix de cession et le cours le jour de l'attribution ou de la souscription.

La plus-value d'acquisition est imposée au taux de 41 % par hypothèse.

La plus-value de cession est imposée au taux de 27 % par hypothèse.

Ces impôts sont exigibles au titre de l'exercice au cours duquel le bénéficiaire cède ses titres.

Le directeur financier de la société Orion, Monsieur Max, doit prendre une décision début N :

soit la société lui attribuera dans deux ans 10 000 actions gratuites ;
– soit il pourra souscrire dans deux ans 100 000 actions au prix unitaire de 4 €.

Début N, le cours est de 4,44 €.

■ *Travail à faire*

1 ■ En se plaçant début N+2, au-delà de quel cours en Bourse les stock-options sont-elles préférables aux actions gratuites ?

Monsieur Max conservera ses titres pendant deux ans après l'attribution des actions gratuites ou la souscription au prix de 4 € pour profiter d'un contexte boursier plus haussier et d'une imposition de la plus-value de cession à un taux plus faible.

Le banquier de la société Orion lui propose trois couvertures à base d'options de gré à gré à l'européenne.

Une couverture en cours garanti

Monsieur Max achète une option de vente, prix d'exercice 6 €, prime 520 € pour 10 000 actions.

Monsieur Max vend une option d'achat, prix d'exercice 6 €, prime 520 € pour 10 000 actions.

Une couverture en cours plancher

Monsieur Max achète une option de vente, prix d'exercice 6 €, prime 520 € pour 10 000 actions.

Une couverture en cours tunnel

Monsieur Max achète une option de vente, prix d'exercice 6 €, prime 520 € pour 10 000 actions.

Monsieur Max vend une option d'achat, prix d'exercice 8 €, prime 416 € pour 10 000 actions.

2 ■ En se plaçant dans l'hypothèse de l'attribution d'actions gratuites, calculer l'enrichissement de Monsieur Max selon la couverture choisie ou l'absence de couverture et selon un prix de cession soit de 10 €, soit de 3 €. Pour cette question, considérer un cours de 5,20 € début N+2.

3 ■ En se plaçant dans l'hypothèse des stock-options, calculer l'enrichissement de Monsieur Max selon la couverture choisie ou l'absence de couverture et selon un prix de cession, soit de 10 €, soit de 3 €. Pour cette question, considérer un cours de 5,20 € début N+2.

4 ■ Commenter.

Remarque : nous considérons que les moins-values s'imputent sur les plus-values de même nature.

CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS • CORRIGÉS

7.1 Société Sole

1.

Avec S = valeur du titre Seine et L = valeur du titre Loire.

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

$$\frac{(4 \times S)}{(3 \times L)} = 1,2$$

Avec S = 300 €, nous obtenons L = 333,33 €.

Pour faire chuter le cours du titre Loire, nous suggérons ici la distribution d’un dividende exceptionnel au profit des actionnaires Loire 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 Seine peut être calculé de la façon suivante :

Capitalisation boursière initiale	10 000 000 × 300 € =	3 000 000 000 €
Création de titres	10 000 000	2 375 000 000 € *
Capitalisation boursière ultérieure	20 000 000 × 268,75 € =	5 375 000 000 €

*2 500 000 000 € – 125 000 000 €

D’où un transfert de richesse :

Appauvrissement des actionnaires Seine :

$$10\,000\,000 \times (268,75\,€ - 300\,€) = -\,312\,500\,000\,€$$

Enrichissement des actionnaires Loire :

$$(10\,000\,000 \times 268,75\,€) - 2\,375\,000\,000,00\,€ = 312\,500\,000\,€$$

Cependant, ce raisonnement n’intègre pas l’effet dilutif lié à la prime d’échange sur l’action Seine.

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

$$\frac{(3 \times d) + (4 \times S)}{3 \times 350} = 1,2$$
$$\frac{3\,000\,000\,000 + 7\,500\,000(350 - d)}{20\,000\,000} = 1,2$$

Nous obtenons ainsi $d = 90 \text{ €}$ et $S = 247,50 \text{ €}$.

Et un transfert de richesse plus important :

$$10\,000\,000 \times (247,5 \text{ €} - 300 \text{ €}) = - 525\,000\,000 \text{ €}$$

2.

	Seine	Loire	Sole
BPA	25,23 €	29,94 €	28,61 €
Taux d'EVA	- 2,02 %	30,41 %	7,23 %
ANC/action	523 €	200 €	386,51 €
Rentabilité financière	4,82 %	14,97 %	7,4 %
Taux d'endettement	4,68 %	27,68 %	8,54 %

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

= BPA du nouveau groupe

$$1,2 (252\,344\,000 + 224\,516\,000) / 7\,730\,000\,000 = 7,4 \%$$

= rentabilité financière du nouveau groupe

$$354\,725\,000 - 8,5 \% (5\,230\,000\,000 + 245\,000\,000) =$$

110 650 000 € = EVA de Seine

soit un taux d'EVA de : $- 110\,650\,000 / 5\,475\,000\,000 = - 2,02 \%$

$$745\,222\,222 - 8,5 \% (1\,500\,000\,000 + 415\,222\,000) =$$

582 428 130 €

= EVA de Loire

soit un taux d'EVA de : $582\,428\,130 / 1\,915\,222\,000 = 30,41 \%$

$$1,2 (354\,725\,000 + 745\,222\,000) - 8,5 \% (7\,730\,000\,000 + 660\,222\,000)$$

= 606 767 530 € = EVA du nouveau groupe

$606\,767\,530 / 8\,390\,222\,000 = 7,23\,\%$ = taux d'EVA du nouveau groupe

Loire est une société nettement plus créatrice de valeur, Seine est à la recherche d'une nouvelle dynamique. La prime d'échange est justifiée.

3.

L'effet relatif sur le BPA Seine peut être calculé de la façon suivante :

$$28,61 / 25,23 = 1,13 \text{ donc } 13\,\% \text{ d'effet relatif}$$

L'effet relatif sur le BPA Loire peut être calculé de la façon suivante :

$$(428,61) / (29,94) = 1,2741 \text{ donc } 27,41\,\% \text{ d'effet relatif}$$
$$\frac{572\,232\,000}{10\,000\,000 + (7\,500\,000 \times P)} = 25,23$$

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.

$$\frac{572\,232\,000}{10\,000\,000 + (7\,500\,000 \times p)} = \frac{29,94}{p}$$

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) :

$$\frac{BPA}{25,23} = \frac{BPA}{29,94 / PA}$$

Et

$$\frac{572\,232\,000}{10\,000\,000 + (7\,500\,000 \times PA)} = BPA$$

Nous obtenons $PA = 1,19$ et $BPA = 30,29\,\text{€}$.

4.

Actif		Passif	
Titres Wilson	597 550 000	Capital	15 000 000
		Résultat*	– 7 450 000
		OCA	50 000 000
		Emprunt bancaire	540 000 000
Totaux	597 550 000	Totaux	597 550 000

* Frais de structure.

5.

Prix d'exercice : $15\,000\,000 + 2\,000\,000 = 17\,000\,000\text{ €}$
sachant que le banquier Rhin a apporté 15 000 000 € et doit s'enrichir de 2 000 000 €.

Dans de nombreux montages de ce type, nous mettons à disposition du banquier, ici Rhin, une option de vente sur les titres Danube vendue par l'industriel, ici Rodim, pour que le banquier puisse contraindre l'industriel à lui acheter les titres du véhicule de portage.

La perte de valeur du titre Wilson va peser sur le cours de l'action Rodim.

Capitalisation boursière	1 000 000 d'actions à 900 €	900 000 000 €
Souscription des OCA	1 000 000 de titres à 50 €	– 50 000 000 €
Prix d'exercice	Sur titres Danube	– 17 000 000 €
Titres Wilson	3 515 000 titres à 110 €	386 650 000 €
Endettement bancaire		540 000 000 €
Capitalisation théorique	1 000 000 d'actions à 679,65 €	679 650 000 €

Par la suite, Rodim absorbera Danube. Maintenir une entité de portage n'a pas d'intérêt. Cette absorption se fera sans augmentation du capital sachant que le seul actionnaire est Rodim, principe de la renonciation.

L'endettement bancaire de Danube est finalement un endettement de Rodim.

Les OCA seront annulées puisque nous devenons créanciers de nous-mêmes.

Cette situation peut gravement nuire aux actionnaires Loire ayant apporté leurs titres dans le cadre de l’offre de Seine. Cette chute du cours de l’action Rodim rend peu vraisemblable l’exercice de l’option en échange d’action Rodim et donc la rupture du lien capitalistique entre Seine et Rodim. Or, les actionnaires Loire ont apporté leurs titres pour devenir actionnaire d’une entité leader des sciences de la vie renonçant à ses activités de chimiste. Nous faisons prendre un risque aux actionnaires, qu’ils ignorent. En matière de transparence financière, cette situation ne peut que nous préoccuper.

6.

Compte tenu de la maturité des titres Seine échangeables en actions Rodim, à savoir quatre ans, nous pouvons en déduire que le titre Rodim s’est fortement redressé pour venir dépasser 1 000 €, c’est-à-dire le prix de remboursement de l’obligation Seine.

Une stratégie de groupe qui se termine bien, puisque les actionnaires Loire ont bien en main des actions Sole leader des sciences de la vie ne détenant plus de participation au capital de Rodim.

7.2 Société Idra

1.

$14,93(1 + i)^3 = 20$

D’où $i = 10,21 \%$.

2.

Actif		Passif	
Titres Mikonos	217 373 952	Capital	1 000 000
Trésorerie	2 783 548	Résultat de la période	– 842 500
		Obligations convertibles	50 000 000
		Emprunt bancaire	170 000 000
Total	220 157 500	Total	220 157 500

3.

Le prix d'exercice sera de 2 250 000 €, c'est-à-dire 1 000 000 + 1 250 000.

4.

Capitalisation boursière initiale de Kos :

$25\,320\,500 \times 14,93\,€ = 378\,035\,065\,€$

Titres Mikonos :

$4\,152\,320 \times 40\,€ = 166\,092\,800\,€$

Souscription des obligations : – 50 000 000 €

Prix d'exercice : – 2 250 000

Endettement bancaire : – 170 000 000 €

Capitalisation boursière anticipée de Kos : 321 877 865 €, soit par titre 12,71 €.

Cette chute du cours réduit la probabilité de l'échange des obligations Siros en actions Kos.

5.

Le cours de l'action Kos est donc passé de 12,71 € à plus de 20 €.

La société Siros abandonne donc 20 000 000 actions Kos, il lui en reste 2 788 450 ; ce qui représente 11,01 % du capital.

7.3 Société Titus

1.

	Cours garanti	Cours plancher	Cours tunnel	Participation
Cours : 160 euros				
Intérêts emprunt	– 1 557 360	– 1 557 360	– 1 557 360	– 1 557 360
Coût couverture		– 1 680 000	– 96 000 ¹⁾	– 729 600 ²⁾
P.V. d'acquisition	+ 21 000 000	+ 21 000 000	+ 21 000 000	+ 21 000 000

	Cours garanti	Cours plancher	Cours tunnel	Participation
Cours : 160 euros				
P.V. de cession		+ 14 400 000 ⁽³⁾	+ 6 000 000 ⁽⁴⁾	+ 9 360 000 ⁽⁵⁾
Impôt PVA	– 8 400 000	– 8 400 000	– 8 400 000	– 8 400 000
Impôt PVC		– 3 744 000	– 1 560 000	– 2 433 600
Totaux	11 042 640	20 018 640	15 386 440	17 239 440
Cours : 100 euros				
Intérêts emprunt	– 1 557 360	– 1 557 360	– 1 557 360	– 1 557 360
Coût couverture		– 1 680 000	– 96 000	– 729 600
P.V. d’acquisition	+ 21 000 000	+ 21 000 000	+ 21 000 000	+ 21 000 000
P.V. de cession				
Impôt PVA	– 8 400 000	– 8 400 000	– 8 400 000	– 8 400 000
Impôt PVC				
Totaux	11 042 640	9 362 640	10 946 640	10 313 040
Cours : 120 euros				
Intérêts emprunt	– 1 557 360	– 1 557 360	– 1 557 360	– 1 557 360
Coût couverture		– 1 680 000	– 96 000	– 729 600
P.V. d’acquisition	+ 21 000 000	+ 21 000 000	+ 21 000 000	+ 21 000 000
P.V. de cession		+ 2 400 000 ⁽⁶⁾	+ 2 400 000	+ 2 400 000
Impôt PVA	– 8 400 000	– 8 400 000	– 8 400 000	– 8 400 000
Impôt PVC		– 624 000	– 624 000	– 624 000
Totaux	11 042 640	11 138 640	12 722 640	12 089 040

Coût de la souscription :

$$300\,000 \times 42\,\text{€} = 12\,600\,000\,\text{€}$$

Intérêts sur emprunts :

$$12\,600\,000 \times (1,06)^2 - 12\,600\,000 = 1\,557\,360\,\text{€}$$

Plus-value d’acquisition :

$$300\,000 \times (112\,€ - 42\,€) = 21\,000\,000\,€$$

Impôt sur la plus-value d'acquisition :

$$21\,000\,000 \times 40\,\% = 8\,400\,000\,€$$

Coût de couverture :

$$^{(1)} 1\,680\,000 - 1\,584\,000\,€ = 96\,000\,€$$

$$^{(2)} 1\,680\,000 - 950\,400\,€ = 729\,600\,€$$

Plus-value de cession :

$$^{(3)} 300\,000(160\,€ - 112\,€) = 14\,400\,000\,€$$

$$^{(4)} 300\,000(132\,€ - 112\,€) = 6\,000\,000\,€$$

$$^{(5)} 180\,000(132\,€ - 112\,€) + 120\,000(160\,€ - 112\,€) = 9\,360\,000\,€$$

$$^{(6)} 300\,000(120\,€ - 112\,€) = 2\,400\,000\,€$$

Impôt sur la plus-value de cession : 26 % de la plus-value de cession.

	Cours garanti	Cours plancher	Cours tunnel	Participation
160 €	11 042 640	20 018 640	15 386 440	17 239 440
100 €	11 042 640	9 362 640	10 946 640	10 313 040
120 €	11 042 640	11 138 440	12 722 640	12 089 040

2.

Nous pouvons remarquer une franche contradiction entre les affirmations du dirigeant dans le cadre de la communication financière avec les investisseurs et ses convictions révélées par la gestion de son patrimoine. Un dirigeant couvrant ses stock-options en cours garanti est peu crédible, puisque cela revient à anticiper une baisse du cours de la société dirigée par ses soins. Ses convictions quant à la hausse du cours sont donc modestes. Les investisseurs seront mieux informés en appréciant les couvertures initiées par les dirigeants qu'en écoutant leurs discours.

7.4 Société Max

1.

Avec un cours à 5,20 € début N+2 :

Soit Monsieur Max a opté pour les actions gratuites et sa PVA brute est de 52 000 €.

Soit Monsieur Max a opté pour les stock-options et sa PVA brute est de 120 000 €, c’est-à-dire :

$100\,000 \times (5,2 - 4)$

En se plaçant début N+2, c’est-à-dire à la date d’attribution ou de souscription, les stock-options sont préférables aux actions gratuites pour autant que le cours dépasse 4,44 €.

$10\,000\,C = 100\,000(C - 4)$

D’où $C = 4,44\,€$.

2.

	Sans couvert	Cours garanti	Cours plancher	Cours tunnel
PVA nette	30 680	30 680	30 680	30 680
Coût de couverture			- 520	- 104
PVC nette 10 €	35 040	5 840	35 040	20 440
PVC nette 3 €	- 16 060	5 840	5 840	5 840
Enrichissement 10 €	65 720	36 520	65 200	51 016
Enrichissement 3 €	14 620	36 520	36 000	36 416

Nous supposons que les moins-values s’imputent sur des plus-values de même nature.

3.

	Sans couvert	Cours garanti	Cours plancher	Cours tunnel
PVA nette	70 800	70 800	70 800	70 800
Coût couverture			- 5 200	- 1 040
PVC nette 10 €	350 400	58 400	350 400	204 400
PVC nette 3 €	- 160 600	58 400	58 400	58 400
Enrichissement 10 €	421 200	129 200	416 000	274 160
Enrichissement 3 €	- 89 800	129 200	124 000	128 160

Nous supposons que les moins-values s'imputent sur des plus-values de même nature.

4.

Que nous options pour une couverture en cours garanti, en cours plancher ou en cours tunnel, les stock-options sont systématiquement plus enrichissantes. Sans couverture, les stock-options sont plus enrichissantes au-delà d'un certain prix de cession. D'où $PC = 4,5893 \text{ €}$.

L'ESSENTIEL

- La communication financière est devenue un enjeu essentiel, notamment à l'occasion des opérations de rapprochement. Il convient de convaincre, de rassurer les différentes parties prenantes.
- Les démonstrations de création de valeur actionnariale, de capacité à honorer ses engagements financiers, à maintenir les emplois seront souvent développées. La capacité d'anticipation du dirigeant est souvent mise à l'épreuve.
- Les grandeurs utilisées doivent être pertinentes et vérifiables.
- Le dirigeant doit comprendre les attentes de ses interlocuteurs et s'y adapter : une certaine empathie est nécessaire.
- Les difficultés de la communication financière sont fortement liées à la diversité des interlocuteurs, à la variété des compétences et des attentes.
- Le commissaire aux comptes veillera à l'absence de manipulation et d'abus de pouvoir.
- La rétention des informations, l'asymétrie généralisée, les manœuvres d'initiés sont fréquentes. Une bonne gouvernance doit permettre de gérer les conflits d'intérêt.

Conclusion

Les leviers des groupes

Les objectifs des groupes dépassent la somme des objectifs des sociétés qui le composent. Des leviers spécifiques permettent une optimisation des performances économiques et financières.

Économiquement, un groupe autorise l'exercice d'une ou plusieurs activités dans une pluralité de sociétés distinctes. Financièrement, il autorise l'emploi de capitaux propres variés dans une pluralité de sociétés distinctes.

Un groupe est dit **économiquement primaire** s'il exerce une seule activité économique, **financièrement primaire** s'il mobilise un seul capital actionnarial. Il est dit **complexe** économiquement, ou financièrement, quand on observe une pluralité d'activités ou une pluralité de capitaux actionnariaux.

Le groupe économique et financier primaire exerce une activité unique avec plusieurs sociétés distinctes. Les capitaux propres sont mobilisés au niveau de la holding de tête. Il s'agit d'un déploiement

géographique. Les avantages sont liés aux aides à l'implantation, à la création d'entreprises, aux différentiels sociaux et fiscaux. On ne mobilise pas de capitaux minoritaires.

Le groupe économique primaire exerce une activité unique mais lève une pluralité de capitaux minoritaires ou paritaires au niveau des filiales. Les rapports de force entre actionnaires du groupe et actionnaires minoritaires doivent être gérés. Des divergences d'intérêts existent.

Le groupe financier primaire ne mobilise pas de capitaux minoritaires mais s'investit dans une pluralité d'activités économiques en recherchant leur optimisation.

Le groupe complexe correspond à la forme accomplie d'un groupe. Il combine une pluralité d'activités et une pluralité de capitaux minoritaires et associés. Il optimise son activité économique par la recherche des synergies et son levier financier en mobilisant des capitaux actionnariaux autres que les siens. À cette forme de groupe correspondent des différences absolues avec l'entreprise unique. Le groupe complexe prend des risques sur une pluralité d'activités en impliquant ses capitaux de façon variée.

Le devenir d'un groupe est de combiner une extension géographique, une diversification d'activités et une variété d'implications actionnariales sans perdre le contrôle majoritaire.

Le financement des groupes

Les groupes peuvent se financer de façon variée pour faire face à leur développement. Les opportunités spécifiques reposent sur :

- le financement bancaire sur la holding ou les filiales ;
- le recours au marché financier par émission de valeurs de la holding ou des filiales ;
- la présence d'intérêts minoritaires ;
- les partenariats capitalistiques ;
- les prises de participations minoritaires évolutives ;
- la cession d'activités.

La capacité de mobilisation des ressources est donc élevée et permet d'envisager les investissements les plus lourds, les restructurations les plus agressives, les offres publiques les plus ambitieuses, les mouvements stratégiques les plus amples.

La cession des titres est simple, l'évaluation financière d'une activité repose sur l'évaluation d'une filiale. La cession permet de faire face à des besoins de financement et contribue au redressement des résultats par la constatation des plus-values. La valorisation boursière des groupes cotés est fonction des plus-values latentes liées aux cessions potentielles après redressement.

Le groupe développant plusieurs activités sur des zones géographiques variées optimise son développement et sa rentabilité, il s'appuie sur un principe de délégation, la subdivision en filiales découpe des espaces d'initiatives et de responsabilités. La structure du groupe permet d'atteindre un optimum économique pérenne, elle évite de subir l'aléa d'une technologie, d'un produit, d'un concept, d'un marché, d'une zone géographique ; elle garantit l'optimisation des couples activité/marché avec un souci de délégation. L'avantage du groupe repose sur l'envergure.

La structure des groupes

Par son ampleur, le groupe adopte les structures favorisant son développement, responsabilise les structures, organise les fonctions centrales d'appui, compense les différentiels de rentabilité entre les différentes activités et zones géographiques.

Le groupe peut supporter des activités déprimées, des développements à rentabilité différée, des combinaisons de rendements différenciés, des soutiens croisés d'une activité à une autre.

Les activités bénéficiaires soutiennent les relais de croissance déficitaires. Les intérêts minoritaires se trouvent impliqués dans les activités en développement, risqués et déficitaires ; les intérêts majoritaires se renforcent sur les activités à maturité, peu risquées et déficitaires. Le couple rentabilité/risque se trouve optimisé ; pour

les majoritaires la forte rentabilité et le faible risque, pour les minoritaires la faible rentabilité et le fort risque.

L'engagement capitalistique des minoritaires doit être fort là où se situent les plus grandes incertitudes, les espoirs (les rêves) de rentabilité modélisables ; tout en s'engageant financièrement faiblement, le groupe détient ici le contrôle, il s'agit d'apporter peu tout en contrôlant l'entité. Pour autant que l'activité devient effectivement rentable, il faudra à ce terme renforcer la quote-part d'intérêt du groupe de telle sorte que les bénéfices remontent sur les majoritaires. Le groupe repose sur la circulation du risque et de la rentabilité entre groupes actionnariaux différenciés, sur le contrôle du tout par des actionnaires dits majoritaires n'ayant que faiblement participé au financement actionnarial et n'assumant que faiblement les risques associés aux projets. Il est à remarquer que le développement des dérivés contribue fortement au transfert du risque vers les minoritaires et de la rentabilité vers les majoritaires.

La structure du groupe permet d'optimiser la pratique de l'inégalité entre les actionnaires.

Le découplage bénéfice et investissement est facilité.

Les profits issus d'une activité n'ont pas à être réinvestis sur cette activité. La structure du groupe autorise une forte distinction par le jeu des dividendes, des redevances, des prix de cession. L'effort d'investissement sur une activité ne dépend pas de son rendement immédiat. La politique d'investissement se trouve centralisée. La structure du groupe permet une communication financière par activité plus simple.

La croissance des groupes

La **croissance interne** consiste à poursuivre les développements déjà engagés dans le groupe. Cette croissance prend la forme d'investissements industriels de capacité, d'efforts de recherche et de développement, d'ouvertures de succursales.

Une logique de croissance interne suppose un marché en croissance, de nouveaux débouchés, des capacités de production non excédentaires.

La **croissance interne** peut reposer sur la croissance des exportations, sur un essaimage de nouvelles capacités de production ou des capacités d'assemblage. Le niveau d'investissement accompagne la croissance des excédents d'exploitation.

La **croissance externe** consiste à acquérir des entreprises existantes pour compléter le dispositif industriel et commercial existant. Elle peut résulter d'acquisition de sociétés, de fusion absorption, d'offres publiques.

La croissance externe est un accélérateur de croissance, notamment quand il s'agit d'acquérir un fournisseur, un concurrent, un distributeur. Elle peut être un passage obligé lorsque les tickets d'entrée sont particulièrement élevés ou lorsque les technologies sont rares, le personnel très recherché.

Le portefeuille des groupes

La **gestion de portefeuille d'activités** vise à assurer une présence dans un nombre croissant d'activités économiques complémentaires.

La complémentarité peut résulter de l'intégration au sein d'une filière : intégration amont ou aval ; elle peut aussi résulter de regroupement et de mise en synergie d'activités connexes.

Cette logique peut être défensive : meilleure qualité d'approvisionnement, meilleure distribution de ses produits, modifier le rapport des forces au sein d'une filière ; elle peut être offensive : mieux maîtriser la conception des produits, se rapprocher du marché de destination de ses produits, développer tous les usages possibles des technologies du groupe, optimiser la chaîne logistique.

Au-delà d'une ramification à partir d'une activité existante, tout en restant centré sur la cohérence initiale, le groupe peut aussi réunir des activités distinctes en un portefeuille d'activités de synergies faibles. L'objectif est de détenir un ensemble d'opportunités économiques. Au gré de l'évolution des marchés, le groupe

privilégiera telle ou telle activité ou se désengagera ou attendra. Le groupe adopte une attitude active en restructurant, en remodelant son portefeuille. Cependant, le groupe définit souvent une ou plusieurs priorités stratégiques pour se doter d'une cohérence apparente indispensable en termes de communication. L'objectif est de maintenir un portefeuille d'activités attractives.

La composition du portefeuille peut aussi être la conséquence des opportunités financières avec une recherche de plus-values sur revente et de trésorerie. La rentabilité des capitaux investis est fortement fonction de la revente, il s'agit d'optimiser son niveau de trésorerie, de maintenir sa capacité de prédation. Le groupe peut prospérer sur des logiques de redressement d'entreprises en difficultés ou de démantèlement de conglomérats.

Le projet des groupes

Le projet commercial repose sur l'exploitation d'un marché ; le groupe se développe par intégration amont ou aval : acquisition de nouvelles technologies, internationalisation, présence commerciale. Le groupe repère les nouvelles opportunités sur son marché, se désengage des activités peu porteuses de synergies. Le groupe se déploie au niveau des activités, des technologies porteuses d'une meilleure performance sur son marché, le groupe s'adapte aux évolutions de son marché sans toutefois créer de nouveaux marchés, son offre de produits innovants est essentielle. Le groupe se définit ainsi par son marché.

Le projet technologique s'articule autour d'une ou plusieurs technologies qu'il convient de développer en un maximum de débouchés : il s'agit de faire une application totale des technologies et pour cela investir de nombreux secteurs et marchés. Par un effort constant de recherche-développement, il convient d'enrichir son portefeuille de technologies. Le groupe se définit ainsi par son métier.

Le projet financier vise à maximiser le rendement des capitaux réunis. Une stratégie opportuniste se déploie : il s'agit de s'adapter à son environnement, d'en tirer profit dans une perspective utilitariste.

Le groupe mène une politique active d'acquisitions, de cessions, de rapprochement, d'alliance, de partenariat. Le remodelage du groupe est une préoccupation majeure. Il convient de maintenir sa capacité à lever des capitaux. Le groupe se définit ainsi par la variété de ses métiers.

La logique de pouvoir combine des objectifs économiques et des objectifs d'influence. Une volonté de puissance, de prestige, d'influence politique se manifeste. Le groupe se définit ainsi par sa recherche d'emprise.

La logique initiale des groupes est souvent centrée sur le développement de l'exploitation ; par la suite, le groupe évolue sur des logiques basées sur la création de valeur par élargissement du marché ou différenciations technologiques ; enfin se développent des logiques à dominante financière avec, dans certains cas, des ambitions politiques.

La stratégie des groupes

L'activité stratégique des groupes se caractérise par leurs initiatives de reconfiguration de leur périmètre et de leur portefeuille d'activités. L'activité stratégique est le reflet de situations satisfaisantes ou difficiles, d'ambitions commerciales ou technologiques, des objectifs actionnariaux en matière de rentabilité et de prise de risque. En se développant, les groupes ont multiplié les initiatives d'optimisation de leur périmètre.

Actuellement, le contexte technologique offre de nombreuses opportunités de développement. Les biotechnologies autorisent de nouvelles filières de production et Internet permet la convergence des technologies instaurant une société de l'information et de la communication. Dans de nombreux secteurs, l'enjeu pour les groupes est de ne pas rester absent des nouvelles technologies, sans toutefois y consacrer une part trop importante de ses moyens.

La mondialisation des marchés incite à investir de nouvelles zones commerciales. La mondialisation se traduit par des investissements locaux, de l'essaimage de nouvelles filiales, un remodelage des

Conclusion

zones de production, des associations majoritaires, minoritaires, paritaires. Le capital immatériel se développe à l'échelle mondiale, le savoir-faire s'investit sur une zone d'influence élargie.

Les groupes recherchent la taille critique permettant de rester un acteur global du secteur pour éviter de devenir un acteur de niche.

Le contexte boursier a largement favorisé les logiques de rentabilité financière. La stratégie des groupes est devenue une optimisation des levées de fonds et une maximisation du rendement des fonds propres. Les dirigeants sont incités à développer leur politique de communication financière ; leur capacité à créer de la valeur pour les actionnaires est appréciée à l'aide de capteurs de type *economic value added* (EVA) dont la vocation idéologique est manifeste. Le groupe doit en permanence surpasser le marché financier pour un risque analogue. Le cours en Bourse est devenu l'objectif essentiel. Dans le contexte financier actuel un groupe a pour objectif de convaincre un actionnariat volatil et exigeant.

Bibliographie

COBBAUT R., *Théorie financière*, Economica, 2005.

GENSSE P. et TOPSACALIAN P., *Ingénierie financière*, Economica, 2004.

GITMAN L. et JOEHNK M., *Investissements et marchés financiers*, Pearson Éducation, 2005.

HOARAU C., *Analyse et évaluation financières des entreprises et des groupes*, Vuibert, 2008.

TEULIÉ J. et TOPSACALIAN P., *Finance*, Vuibert, 2005.

THAUVRON A., *Évaluation d'entreprise*, Economica, 2007.

VERNIMMEN P., QUIRY P. et LE FUR Y., *Finance d'entreprise*, Dalloz, 2009.

Index

A

actionnaires, 32, 33, 46
actions gratuites, 173
AGE, 76
agence, 15
alliances, 24
alliance stratégique, 26
AMF, 76
analyste financier, 234
apports partiels d'actifs, 144
asset backed securities (ABS), 218
asymétrie d'information, 171
auditeur, 248
autocontrôle, 47
auto-détention, 64
Autorité des marchés financiers (AMF), 35

B

BFRE, 126
boni de fusion, 73
bridge financing, 162
business plan, 167
buy in management buy out (BIMBO), 98

C

capital investissement, 157
capitalisation boursière, 241
capital risque, 168
capitaux propres majoritaires, 109
cash flows, 208
CBO, 218

certificats de valeur garantie (CVG), 42
cession d'actif, 49
CLO, 218
coefficient d'ajustement, 173
coefficient de maintien, 63
collateralised debt obligation (CDO), 218
comité d'audit, 248
communication financière, 228
comptes consolidés, 10
contre-OPA, 45
contrôle, 10
contrôle commun, 70
contrôle distinct, 70
cotation, 152
coût du capital, 236
credit default swaps, 223
crédit-relais, 95
crédit vendeur, 96
crown jewels, 48

D

défaillance, 207
dette obligataire ou subordonnée, 95
dette senior, 93
dirigeants, 34
dissolution, 68
dividende, 50, 63
dividende majoré, 169
division du nominal, 173
droit de vote, 246

E

effet cliquet, 173
effet de levier, 85, 105
effet dilutif, 56, 59, 194
endettement, 86
entité, 7
EVA (economic value added), 237
évaluation, 70
expansion financing, 162

F

fair price, 48
filiale, 13, 118
fonds communs de créances, 219
fonds propres, 130
free cash flows, 122
fusion, 67
fusion allotissement, 72
fusion conglomerale, 68
fusion horizontale, 68
fusion renonciation, 72
fusion verticale, 69

G

gouvernement d'entreprise, 245
groupe, 10
groupe primaire, 271

H

holding, 101, 113
hybride, 14

I

impartition, 21
incorporation des réserves, 59, 173
intégration, 24
introduction en bourse, 150

J

joint-venture, 26

L

leverage buy in (LBI), 89
leverage buy out (LBO), 85
leverage management buy out (LMBO), 98

M

mali de fusion (ou technique), 73
mandant, 245
mandataire, 245
marché, 16, 246
marché boursier, 151
mezzanine, 94
minoritaires, 107
montage, 21
MTB (market to book), 237
MVA (market value added), 237

N

notation, 216

O

obligations à haut rendement, 95
obligations échangeables en actions (OEA), 113
obligations remboursables en actions (ORA), 51
OBSA, 125
offre à prix minimal (OPM), 152
offre à prix ouvert (OPO), 154
offre d'échange, 51
offre de prix ferme (OPF), 153
offre hybride, 32
offre mixte, 52, 54
offre principale, 62
offre publique d'achat (OPA), 31
offre publique d'échange (OPE), 31
offre publique de retrait obligatoire (OPRO), 32
offre publique de retrait (OPR), 32, 43
offre publique obligatoire, 40
offres publiques, 31
offres subsidiaires, 53
opération « OBSO », 123
opération « OCEANE », 122
owner buy out (OBO), 98

P

pacte, 45
parades, 48
parité, 58
partenariat, 25
partie prenante, 245
périmètre, 12
placement de titres, 46
plans anti-offres, 45
plus-values, 75
poison pills, 48
politique de dividende, 168
pool, 220
price earning ratio, 197
price sales ratio, 198
prime d'échange, 56

R

rachat, 47
rachat d'entreprise par les salariés (RES), 89
rachats d'actions, 170
ramassage en Bourse, 41
rapport d'échange, 71
rapports, 246
récepteurs de la communication financière, 233
reconditionnement des titres, 224
réduction proportionnelle, 55
régime de faveur, 74
relation d'agence, 245
renonciation, 82
rentabilité économique, 86
rentabilité financière, 86
réorientation, 53
réseau, 11
restructuration, 226
ROA (return on asset), 235
ROE (return on equity), 235
ROI (return on investment), 235
rompu, 53

S

- salariés, 33
- scission, 143
- seed financing, 160
- signaux, 172
- société absorbante, 68
- société absorbée, 68
- société minoritaire, 10
- Sociétés de capital risque (SCR), 164
- special purpose vehicle (SPV), 218
- spin-off*, 149
- split-off*, 149
- start up financing, 161
- stock-options, 267
- stratégie, 17
- surenchère, 49
- surenchères, 37

T

- taux de revient actuariel brut (TRAB), 124
- taux interne de rentabilité, 124
- titrisation, 207
- transaction, 14, 16
- transfert de richesses, 194
- TSDI, 224
- TSR (total shareholder return), 236

V

- valeur nominale, 72
- venture capital, 158