



**Association Humanitaires Pèlerins
Enfance Junior et Senior
(HUPEJUS)**

*Aide à l'enfance, à la jeunesse et aux séniors en
Métropole et en Afrique.*

COURS :

GESTION ET POLITIQUE FINANCIÈRE

Gestion et politique financières

PARTIEL

Ex 1 : Exercice sur augmentation de capital.

Ex 2 : Etude de cas : cout du capital initial, valeur de l'entreprise, valeur de marché des dettes financières, comment endetter et désendetter un Beta.

Ex 3 : Question de réflexion.

▣ Etude de cas

Entreprise qui va diversifier son activité. On nous présente un projet d'investissement avec les paramètres/informations financières correspondant. On donne des données en valeur de marché. A la fin on dit déduire le cours boursier de l'entreprise.

- Calculer la valeur de marché des dettes financière à partir d'un tableau d'amortissement ?

Une valeur de marché telle qu'elle soit se calcul par la somme des flux actualisés.

On calcul donc $V_{m_{DF}} = \sum \frac{FTC}{(1+Rd)}$

Il ne faut pas confondre le flux de la dette avec le taux d'intérêt. 8% est le taux comptable.

Il ajuster le taux d'intérêt par rapport à la situation financière c'est-à-dire mobiliser le coût de la dette. On va donc actualisé en fonction du taux d'intérêt en cours et non plus en fonction du taux d'intérêt de 8%. On utilise le taux initial pour calculer les annuités. Mais à l'heure actuelle on utilise Rd pour valoriser la valeur de la dette.

Si la société est cotée, il vaut mieux prendre en compte la valeur de marché et non la valeur comptable. Rd est le nouveau taux d'intérêts, à ne pas confondre avec le taux historique de 8%.

- Calculer le cours de la bourse ?

On déduit la capitalisation avant que le projet a été accepté puis après.

Dans un premier temps, on calculer la VAN.

Donc la valeur après = valeur initiale + VAN.

On ne peut pas prendre en compte le taux initial car il ne prend pas en compte le projet d'investissement car le beta change. Il faut désendetter le Beta pour le rendre en fonction de la nouvelle structure financière pour pouvoir calculer la VAN.

Introduction

La politique financière à long terme est déterminée par les décisions :

- Relatives à la recherche et à l'utilisation des ressources stables.
- S'inscrivant dans le cadre des plans stratégique et de financement.

On distingue deux types de financements :

- le financement par les fonds propres.
- le financement par les dettes LT et MT.
- Projet investissement rentable, pour le financer :

Financement par fonds propres	Financement par dette
Augmentation de capital	Emprunt
Autofinancement	Emettre des obligations si la société est cotée
	Crédit-bail
Financement hybride : obligation convertible en actions	

On va donc étudier le plan de financement, un outil de coordination des décisions financières à long terme.

Chapitre 1 : Le financement par fonds propres

Un bilan comptable synthétise ce que l'entreprise possède à un instant T. En relevant des opérations passées, il ne donne donc pas la valeur de l'entreprise. Or, l'actionnaire est intéressé par le futur c'est-à-dire, ses perspectives d'avenir et par le capital humain qu'elle possède.

La valeur de marché de l'entreprise quant à elle dépend de ces perspectives d'avenir et du capital humain, et ne représente donc pas l'instant T (goodwill¹). On peut retrouver à chaque instant la capitalisation boursière d'une société en faisant nombre d'action multiplié par le cours de l'action.

Rappel : pour apprécier la situation financière d'une entreprise on analyse son FRNG, son BFR et sa trésorerie.

I. Les augmentations de capital

Définition : elles permettent aux entreprises d'acquérir des ressources nouvelles et de répartir les droits de propriété de l'entreprise.

Les augmentations de capital sont importantes pour deux raisons :

- Elles permettent aux entreprises de se procurer des ressources nouvelles.
- Elles affectent la répartition des droits de propriété (vote en AG).

Exemple :

Le capital d'une entreprise est constitué de 200 000 actions en circulation. Si on est un groupe majoritaire en assemblée générale, on a plus de 50% des droits de vote. Dans ce cas, on a une structure de propriété de plus de 55%. Cette société a besoin de ressources financières nouvelles, le Directeur Général propose une opération d'augmentation du capital à l'Assemblée Générale. On parle de ratio d'émission, si vous acceptez, on va faire en sorte qu'il y ait une action nouvelle pour 4 anciennes. Si l'Assemblée Générale accepte, sa structure de propriété est modifiée (on prend l'hypothèse que les anciens investisseurs ne participent à cette augmentation).

- 110 000 actions détenues par le groupe majoritaire, il y en a 200 000 au total.
- 1 nouvelle pour 4 anciennes = 50 000 actions nouvelles.
- Si le groupe majoritaire ne souscrit pas, il détient $110\,000 / 250\,000 = 44\%$, il risque de perdre le contrôle de la société. Il est fort probable qu'il refuse cette opération.
- Contrairement à l'augmentation des actions, la dette n'a pas d'impact sur la structure de propriété car le créancier n'a pas de parts dans l'entreprise.

Exemple Peugeot

La famille était majoritaire jusqu'à fin 2013. Suite à des problèmes de liquidités, l'entreprise a connu un besoin de ressources nouvelles. Les banques du fait de la crise financière ne

¹ Le goodwill représente la différence entre l'actif du bilan d'une entreprise et la somme de son capital immatériel et matériel valorisée à la valeur de marché.

souhaitaient pas financer, seul moyen : augmentation de capital. Résultat négatif enregistré dans les capitaux propres => baisse => augmentation dettes => Si dettes > fonds propres => faillite. Risque de dépôt de bilan : vente actif pour rembourser les dettes. Chez PSA, un groupe chinois et l'Etat français ont investi. Détenu par 3 groupes majoritaires : la famille, groupe chinois et Etat.

« *Quel est impact d'une augmentation de capital sur le cours de la bourse ?* »

1. Les différentes augmentations de capital

❖ Par apports en numéraires

C'est l'apport de somme d'argent effectués par les associés qui sont incorporés dans le capital social de la société. En échange ils reçoivent des titres de la société.

- Les apports en numéraires constituent la principale source de fonds propres d'origines externes.
- L'augmentation du capital social entraîne logiquement une augmentation des fonds propres et donc du FRNG. Plus les fonds propres sont importants, plus le risque de faillite est faible. Une augmentation de capitaux propres permet alors d'améliorer sa capacité d'endettement.
- On rappelle que l'on doit maintenir un levier financier (DF/FP) qui doit être maximum égal à 1.
 - ☒ A pour effet immédiat d'augmenter la liquidité des entreprises.

Les inconvénients :

- dilution des résultats par actions.
- dilution des pouvoirs des anciens actionnaires.
- coûts d'émission élevée (estimé à 6% du produit brut d'exploitation).

$$BPA = \frac{\text{Bénéfice totale}}{\text{nombre d'action}} - (\text{indicateurs suivis par les investisseurs}).$$

❖ Par apports en nature

Il s'agit de tout apport de biens autres que de l'argent, pouvant être évalués pécuniairement et cédés.

- Proche de l'augmentation en numéraire. La seule différence réside dans le fait que la contrepartie de ce type d'opération est un actif en nature.
- 1^{ère} situation - apport d'un actif immobilisé : le FRNG n'est pas impacté, le BFR et la trésorerie non plus.
- 2^{ème} situation - apport de stock : le FRNG et le BFR augmente, la trésorerie n'est pas impacté. La capacité d'endettement va s'améliorer car la situation est moins risquée puisqu'il y a plus de stocks.
 - ☒ Pas d'incidence sur l'équilibre financier de l'entreprise.

❖ Par incorporation des réserves

L'incorporation de réserves est une augmentation de capital réalisée par la simple remontée du poste "réserves" vers le poste "capital social". Ainsi, la valorisation de la société n'est pas modifiée.

- Les capitaux propres intègrent le capital social, les réserves (légale, statutaire, facultative), le résultat de l'exercice, le report à nouveau et les provisions pour risques et charges.
- L'augmentation de capital se fait généralement soit par l'augmentation du nominal des anciennes actions, soit par l'émission "d'actions gratuites" distribuées aux anciens actionnaires.
- Les réserves statutaires et facultatives appartiennent aux actionnaires. On va les ajouter au capital social = distribution d'actions gratuite. La richesse des actionnaires n'a pas augmenté.
- Ceci va servir à augmenter la crédibilité car le banquier va préférer qu'il y ait plus de capital que de réserve. En effet, les réserves peuvent être distribuées à tout moment alors que le capital est la partie la plus stable. Ceci aura également un impact sur la politique de dividende, car si on maintient le nombre de dividende l'année prochaine on va distribuer une somme plus importante aux actionnaires.
- Aucun impact sur le FRNG, aucun impact sur le BFR, aucun impact sur la trésorerie.
 - ☒ Pas d'incidence sur l'équilibre financier de l'entreprise.

❖ Par conversion des dettes

- Transformation d'une dette ou une partie de la dette à terme en capital social.
- L'équilibre financier n'est amélioré que lorsqu'il s'agit de la conversion de dettes à court terme.
- L'impact est nul s'il s'agit de la conversion de dettes à long terme.
- S'il s'agit de la conversion de dettes à court terme la trésorerie va augmenter car le FRNG a augmenté, mais aucun impact sur le BFR. Le levier financier va baisser car il y a moins de dettes qu'auparavant, ce qui va également améliorer la capacité d'autofinancement.
- Le créancier va augmenter son risque, il est donc difficile de le convaincre de transformer sa dette en capitaux propres.

☒ Exemple

Eurotunnel, entreprise franco-britannique qui s'occupe de la gestion ferroviaire du tunnel sous la manche. Dans les années 90, une coopération a lieu entre les deux pays avec Mitterrand d'une côté (vision socio-démocrate) et M. Thatcher de l'autre (vision libéral). La condition imposée par les Britanniques est que le financement de l'entreprise doit-être totalement privé (aucune intervention de l'Etat). La part des fonds propres étaient donc faible dans le financement ; une grande partie a été financé par les banques Française = déséquilibre financier. Le résultat d'exploitation était positif et correct par rapport au secteur. En revanche, comme la société était en déséquilibre financier le résultat net était négatif (masse trop importante des intérêts). Le cours boursier de Eurotunnel a fortement chuté, et l'entreprise a été en liquidation financière : elle ne pouvait plus rembourser sa dette. Les actionnaires ont fait pression sur les créanciers pour qu'il transforme leurs dettes en capitaux propres et donc alléger l'entreprise en charge d'intérêts. Les banquiers ont acceptés car l'entreprise n'avait quasiment pas d'actif.

☒ Exemple

L'Etat a accepté de transformé les dettes en capitaux propres pour les sociétés dans le secteur de la sidérurgie. Mais ça n'a pas permis de sauver la sidérurgie. Permet à l'entreprise de s'équilibrer à un instant T, les fonds propres coûtent plus chers que la dette donc si peu de perspectives d'avenir (difficultés d'exploitation), c'est inutile.

❖ La réduction de capital

- Il s'agit le plus souvent de réduire le nombre d'actions en circulation.
- Les sommes utilisées au remboursement des actions ne peuvent être prélevées que sur les bénéfiques ou les réserves à l'exclusion des réserves légales.
- Les rachats d'actions sont souvent utilisés pour : attribuer des actions à ses salariés, réguler le cours de la bourse.
- On ne peut pas racheter plus de 10% du capital.

🔗 Les conséquences financières

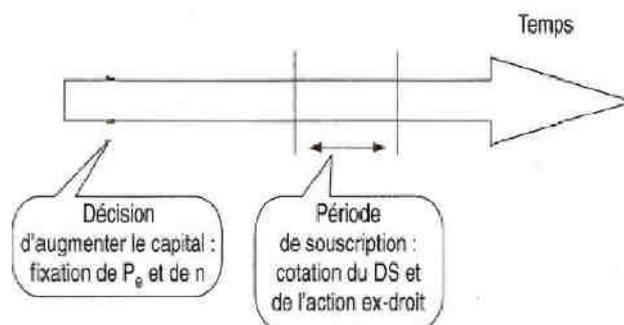
« Quelles sont les conséquences financières des différentes opérations sur le capital ? »

Opérations sur le capital	Levier financier DF/FP	Fonds de roulement net (FRN)	Trésorerie nette (TRE)
Apport en numéraire	Diminution	Augmentation	Augmentation
Apport en nature			
- actif immobilisé	Diminution	Inchangé	Inchangée
- actif d'exploitation	Diminution	Augmentation	Inchangée
Incorporation de réserves	Inchangé	Inchangé	Inchangée
Conversion de dettes financières			
- à long terme	Diminution	Inchangé	Inchangée
- à court terme	Diminution	Augmentation	Augmentation
Réduction de capital	Augmentation	Diminution	Diminution

2. Prix d'émission, droits de souscription et coefficient d'ajustement

« Comment fixer un prix d'émission ? »

Déroulement d'une augmentation de capital



Théoriquement, le prix est librement fixé par l'entreprise mais :

- ce dernier ne doit être supérieur à celui du dernier cours car sinon aucun investisseur ne voudrait souscrire à cette augmentation de capital.
- de même, on ne peut fixer P_e au même prix que le dernier cours car sur la durée de levé de fond le cours boursier de l'entreprise est volatil, et si P_e est très proche de l'ancien, en cas de baisse du titre on va se retrouver dans une situation où P_e dépassera le cours. Il y aura donc un échec de l'opération et une dégradation de l'image auprès des investisseurs.

☐ Il est donc systématiquement inférieur entre 20 et 30% au cours de l'action. Une nouvelle augmentation de capital va engendrer des frais d'environ 6%. Il faudra donc majorer ces ressources nouvelles par 6%.

T=1 : période juste après l'augmentation du capital.

P1 : cours boursier de l'entreprise après l'augmentation du capital

P0 : valeur de marché

P_e : prix d'émission (apporté par un actionnaire)

N0 : nombre d'actions en circulation en T0

N_e = nombre d'actions injectés sur le marché

$P_e * N_e$ = montant total collecté des ressources nouvelles

$N_0 + N_e$ = nombre d'action totales à T1

☐ Exemple

$P_0 = 40€$ et $N_0 = 100\,000$ (la capitalisation boursière est de 4 000 000€). L'entreprise fixe P_e à 30€ et cherche à lever 1 000 000€. Déterminer N_e .

- Donc $N_e = \frac{1\,000\,000 * 1,06}{30} = 35\,000$ actions nouvelles.

- $N_0 + N_e = 135\,000$.

- Impact sur P1 : en prenant l'hypothèse qu'il n'y a pas eu d'informations positives ou négatives qui ont influencés le cours boursier de l'entreprise :

$$P_0 * N_0 + P_e * N_e = P_1 (N_0 + N_e) = \frac{P_0 * N_0 + P_e * N_e}{N_0 + N_e}$$

Avec, $c \Rightarrow P_1 < P_0$. Car $P_e <$ entre 10 et 20% de P_0 .

« Quelles sont les conséquences d'un prix d'émission plus faible que le cours boursier sur la richesse des anciens actionnaires ? »

- L'entreprise cherche à attirer de nouveaux investisseurs en pratiquant une décote sur le prix de l'action nouvelle.

- Or, les anciens actionnaires ne vont pas être satisfaits au cours de l'opération car le cours de leur action va baisser (cf. exemple avec $P_0=40€$ et $P_1=37€$).

- Plus la décote est importante, plus le cours de l'action va baisser. Cette opération n'est pas équilibrée car on fait un «cadeau» au nouveau et on lèse les anciens.

- Ainsi on doit équilibrer la richesse avec un mécanisme correcteur appelé **droit de souscription**. L'ancien va se voir attribuer un ou plusieurs droits de souscription payé par les nouveaux qui arrivent (cf. exemple d'une valeur de 3 €).

- Le droit de souscription est négociable et fait l'objet d'une cotation sur le marché boursier.

- Avant l'opération, le cours de l'action intègre la valeur du droit de souscription (*cours cum-droit*). Après l'augmentation de capital, la valeur du droit de souscription n'est plus incluse dans le cours de l'action (*cours ex-droit*).

- On parle de **droit d'attribution** dans le cas d'une augmentation de capital par incorporation de réserves. Ce type d'opération correspond à une émission d'actions nouvelles pour un prix nul.

- Une augmentation de capital entraîne aussi un **risque de dilution**. En augmentant le nombre de titres en circulations, la part des bénéfices reversés est moins importante. Il vaut donc mieux lancer une augmentation de capital quand le marché est favorable, car la dilution du contrôle de la structure de propriété va être moins forte.

$$\text{Le cours de l'action ex-droit : } P1 = \frac{N0P0 + NePe}{N0 + Ne}$$

$$\text{Si } n \text{ représente le rapport d'émission } N0/Ne : P1 = \frac{nP0 + Pe}{n+1}$$

$$\text{Ratio d'émission : } \frac{\text{nb d'actions nouvelles}}{\text{nb d'actions anciennes}}$$

$$DS = P0 - P1$$
$$DS = \frac{P0 - Pe}{n+1} = \frac{P1 - Pe}{n}$$

$$DA = \frac{P1}{n}$$

Rappel :

$$\text{Rentabilité boursière : } \frac{P1 - P0 + D}{P0}$$

📌 Exemple

Une société émet à titre irréductible une action nouvelle pour 4 actions anciennes, au prix de 50€.
Le dernier cours coté avant l'émission était de 67,5€.

1. Calculer le cours boursier P1 et DS

$$- P1 = \frac{4 \cdot 67,5 + 50}{5} = 64€$$

$$- DS = 67,5 - 64 = 3,5€$$

2. Analyser l'impact de l'opération sur la richesse des actionnaires

1^{er} cas : la richesse des anciens actionnaires qui ne souscrivent pas à l'opération

2^{ème} cas : la richesse des anciens actionnaires qui souscrivent à l'opération

3^{ème} cas : la richesse des nouveaux actionnaires

- Ancien qui ne souscrit pas, nombre d'action = 4 :
 - Avant l'opération : richesse = 4 * 67,5 = 270€
 - Après l'opération : richesse = 4 * 64 + 3,5 * 4 = 270€
- Ancien qui souscrit, nombre d'action = 5 :
 - Avant l'opération : richesse = 4 * 67,5 + 50 = 320€
 - Après l'opération : richesse = 64 * 5 = 320€

- Nouveau :
- $50 + 4 * 3,5 = 64 \text{ €}$

- Pour simplifier, on suppose qu'il n'y a pas de dividende donc la rentabilité est seulement égale à la différence des cours boursiers.

- Dans les trois cas, nous avons vu **qu'il n'y a pas d'impact sur la richesse** donc il faut ajuster les cours boursiers précédents par le **coefficient d'ajustement**.

🔗 Exemple

Bénéf. 2014 = 200 000€ ; nb actions = 50 000 au 20 janvier

Bénéf. 2014 = 200 000€ ; nb d'actions = 100 000 en juin

Alors, Bpa janv. = 4€ et Bpa juin = 2€. Il y a eu une diminution mais ceci ne veut pas dire que l'entreprise n'est pas moins performante. Il faut ajuster le Bpa de janvier. Les 4€ doivent devenir 2€ = on multiplie par 0,5. On doit ajuster les chiffres historique c'est-à-dire, considérer les 4€ comme 2€.

- Il convient d'ajuster les cours antérieurs à l'opération en capital afin de pouvoir comparer valablement les cours de l'action dans le temps :

$$P1 = \alpha \cdot p0$$

- Dans le cas d'une augmentation de capital en numéraire, le coefficient d'ajustement est :

$$\alpha = \frac{n + \frac{Pe}{P0}}{n+1}$$

🔗 Exemple

La société CPG a fait dans le passé les opérations en capital suivante :

Mars 2001 = distribution d'une action gratuite pour 5 anciennes (incorporation de réserves). Les réserves appartiennent aux actionnaires donc $Pe=0$.

Avril 2003 = Augmentation de capital en numéraire à raison d'une action nouvelle pour 4 anciennes au prix d'émission de 45€. Le dernier cours coté est de 62,5€.

Année	Cours au 31/12
2000	65,8
2001	36,1
2002	60
2003	70

1. Calculer les coefficients d'ajustement pour les deux opérations

$\alpha = 0,833$ en 2001

$\alpha = 0,944$ en 2003

$\alpha \text{ global} = 0,833 * 0,944 = 0,786$

2. Ajuster les cours et calculer le vrai niveau de rentabilité entre 2000 et 2003

On doit ajuster les cours précédents 2003.

- 31/12/2000 : on doit l'ajuster par le coefficient global car le cours boursier a subit deux chutes artificielles. Le cours ajusté = 51,7.

- 31/12/2001 : 36,1. On doit l'ajuster par le coefficient de la deuxième opération car il a déjà subit celui de 2001. Cours ajuste = 34,1.

- 21/12/2002 : 56,6. Idem.

Rentabilité ajusté = $\frac{70-51,7}{51,7} = 35$; Rentabilité brute = $\frac{70-65,8}{65,8}$.

II. Le coût du capital

« Est-ce que la richesse que je créée permet de satisfaire ceux qui m'ont financé ? »

Lorsque le créancier et l'actionnaire me prêtent de l'argent, ils vont me demander un certain niveau de rentabilité (respectivement k =le cout des fonds propres et i =coût de la dette). Ceci constitue le **coût moyen pondéré du capital**. Cette notion du coût de capital est centrale en finance d'entreprise et va permettre de répondre à des problématiques financières.

$$\text{CMPC} = k * \frac{FP}{FP+DF} + i(1 - z) * \frac{DF}{FP+DF}$$

1. Evaluation d'entreprise

Je cherche à valoriser mon entreprise, c'est-à-dire *connaître sa valeur théorique* : si je la vends, combien elle coute ? Ceci est valable pour les entreprises cotés et non cotés. Le patrimoine de l'entreprise est représenté par le niveau de ses fonds propres, soit l'AE - DF.

Il ne faut pas confondre :

- la **valeur comptable des fonds propres** : c'est la valeur telle qu'elle est inscrite dans le bilan.
- la **valeur théorique de marché des capitaux propres** : c'est la valeur récupéré sur le marché suite à la vente de l'entreprise. Cette valeur est différente de la valeur comptable car, le marché prend en compte les perspectives futures de l'entreprise et le goodwill.
- la **capitalisation boursière** : si l'entreprise est coté en bourse et que l'on veut vendre son entreprise on va se fier au cours du marché c'est-à-dire : le cours d'une action * le nombre d'actions en circulation.

La différence entre les deux derniers :

Il arrive des fois que le marché ne soit pas efficient (il sous ou surévalue une entreprise). On va donc mobilisé des théories mathématiques pour évaluer justement sa valeur. Si le marché est efficient, capitalisation boursière et V_{cp} doivent converger. Le cours de la bourse reflète la valeur fondamentale de l'entreprise. S'il existe une divergence significative entre les deux c'est que le titre n'est pas correctement évalué.

Efficienc du marché : sur un marché financier efficient, les cours des titres reflètent parfaitement et instantanément l'information disponible et il y a identité entre cours et valeur actualisée des flux.

- Si le marché est efficient, la capitalisation boursière doit converger vers la V_{cp} .
- Si écart important entre V_{cp} et CB, le titre n'est pas correctement évalué.
 - Une entreprise est **sous évaluée** lorsque la CB est inférieure à la V_{cp} .
 - Une entreprise est **surévaluée** lorsque la CB est supérieure à la V_{cp} .

Quand on compare les deux, on utilise le **ratio Book-to Market** :

$$\frac{\text{Valeurs comptables des FP}}{\text{Valeur de marché des FP}}, \text{ qui doit être inférieur à 1.}$$

- Lorsqu'une entreprise possède un ratio supérieur à 1, on parle d'**entreprise de valeur** (value stock).
 - Lorsqu'une entreprise possède un ratio inférieur à 1, on parle de **titres de créances** (growth stock).
- ☒ Cette première indication peut nous donner une idée sur le futur de l'entreprise.

« Quand faut-il valoriser une entreprise ? »

L'évaluation se pratique à plusieurs reprises :

- cession de l'entreprise.

- Si elle n'est pas cotée l'information est très utile.
- Si elle est cotée, il faut savoir confronter la valeur théorique des capitaux propres et sa capitalisation boursière.

- émission d'actions nouvelles.

- Si elle n'est pas cotée, je n'ai pas d'information sur P0 donc je suis amené à chercher sa valeur théorique P0.
- Si elle est cotée, fixation de Pe (décotée de 10 à 20% de P0).

- fusion/acquisition (OPA).

- Si on est une entreprise cotée on est détenu par des investisseurs. Les OPA apparaissent lorsque des entreprises sont sous-évaluées.
- Lorsque c'est un projet commun entre les deux entreprises, c'est une OPA amicale.
- Lorsqu'on s'adresse directement aux actionnaires en proposant une prime d'acquisition afin de les encourager à vendre leurs titres, on parle d'une OPA hostile.
- Les analyses financiers vont calculer la valeur théorique de l'entreprise cible.

- introduction en bourse.

- On va vendre une partie du capital à des investisseurs extérieurs au prix réel.

- pilotage de l'entreprise par la valeur.

Evaluer (subjectifs) une entreprise, est différent de déterminer un prix (objectif). Evaluer une entreprise revient à donner une fourchette de valeur. Et c'est à partir de cette fourchette de valeur que s'engagera la négociation qui, éventuellement, aboutira à l'obtention du prix.

« Que cherche-t-on à évaluer ? »

- Celui qui achète une entreprise devient propriétaire de ses actifs et est redevable de ses dettes.
- Le prix qu'il va devoir payer correspond donc à la valeur de marché des capitaux propres (Vcp).
- « On achète les CP » pour devenir propriétaire de l'entreprise car, on espère que ces derniers vont me procurer des richesses dans le futur.

Bilan en valeurs comptables		Bilan en valeurs de marché	
Actif économique (AE)	Capitaux propres (CP)	Valeur globale de l'entreprise (VGE)	Capitalisation boursières (V _{cp})
	Dettes financières (DF)		Dettes financières (V _{df})

Deux démarches permettent d'estimer cette valeur de marché :

- Démarche directe : V_{cp} est estimé directement.
- Démarche indirecte : V_{cp} est estimé indirectement par différence entre VGE et V_{df} .

La différence entre DF et V_{df} :

V_{df} rentre dans le cadre des obligations. Ainsi, les taux d'intérêts vont faire varier la valeur de marché. Quand le taux d'intérêt augmente, la valeur de marché diminue et inversement.

- On compte une multitude de méthodes d'évaluation, dont :

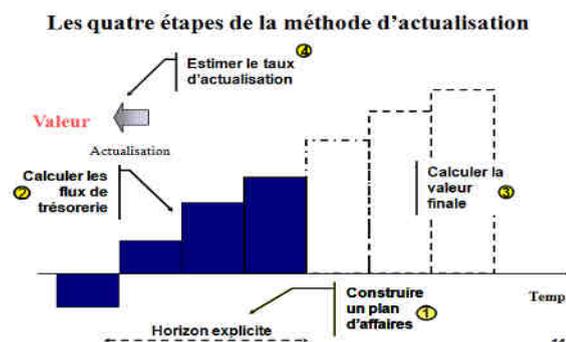
- Les approches actuarielles
- Les approches comparatives
- L'approche patrimoniale

Méthode d'évaluation	Démarche directe	Démarche indirecte
Flux de trésorerie	×	×
Actualisation des dividendes	×	
Comparaisons	×	×
Approches patrimoniales		×

2. Les approches actuarielles

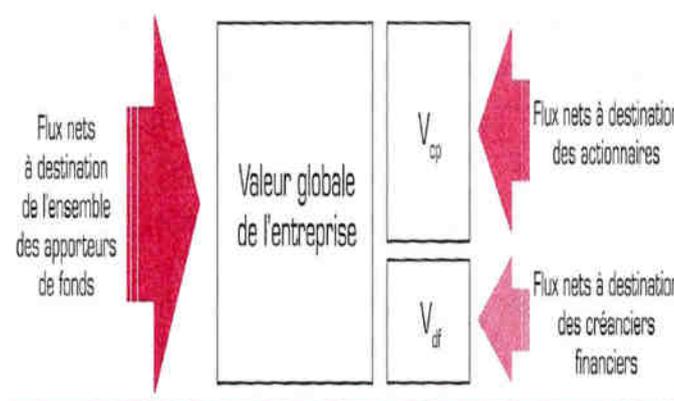
Consiste à évaluer les capitaux propres de l'entreprise par l'actualisation des flux futurs (flux de trésorerie ou dividendes). La valeur du bien que l'on est prêt à déboursier est donc la somme des flux futurs actualisés. On achète la valeur des CP car ils vont procurer de la richesse future.

a. Principes généraux



- Construire un plan d'affaire (business plan) qui est une prévision sur les flux futurs.
- Estimer ces flux de trésorerie dans le futur.
- Calculer la valeur terminale.
- Avoir une information fiable sur le taux d'actualisation².

² Taux d'actualisation : taux de rendement annuel désiré par l'investisseur tenant compte du risque pris.



- Les différents types de flux :

- flux qui reviennent aux seuls actionnaires.
- flux qui reviennent aux seuls créanciers (intérêt + amortissement sur le capital apporté).
- flux revenant à l'ensemble des apports de fonds (somme des deux).

☐ Trois sortes de flux avec des valeurs différentes.

- Calcul de la valeur :

Valeur	Flux à actualiser	Taux d'actualisation
Valeur globale de l'entreprise (VGE)	Flux revenant aux apporteurs de fonds [FTD]	Coût du capital [CMPC]
Dettes financières [Vdf]	Flux revenant aux créanciers financiers [FTC]	Coût de la dette [Rd]
Capitaux propres [Vcp]	Flux revenant aux actionnaires [FTA]	Coût des fonds propres [R _c]

$$VGE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t}$$

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTA_t}{(1 + R_c)^t}$$

$$V_{df} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTC_t}{(1 + R_d)^t}$$

- VGE est financé par les créanciers et les apporteurs.
- La capitalisation boursière appartient uniquement aux actionnaires.
- DF appartiennent uniquement aux créanciers.

Rappel :

Comptabilité	Finance
Résultat = P – C On distingue « produit encaissable » et « non encaissable » On distingue « charges décaissables » et « non décaissable »	Flux = Flux encaissé – Flux décaissé

- Charge décaissable : donne lieu à un flux de trésorerie sortant. Les disponibilités sont susceptibles de diminuer.
 - Charge non décaissable : comptabilisé par l'entreprise mais qui ne donne pas lieu à une sortie d'argent (ex : amortissement).
- ☐ Pour calculer ce flux, on va partir du résultat puis, annuler les produits et les charges qui ne donnent pas lieu à des flux de trésorerie = **on analyse des flux et jamais de résultat !!!**

- L'analyse financière cherche à estimer une valeur qui est la somme des flux futurs actualisés. Son analyse se projette sur le long terme (entre 1 et + infini).

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTt}{(1+R)^t}$$

- Or d'un point de vue opérationnel, il est très difficile de faire des prévisions sur un horizon infini. Ainsi, les analystes ont tendance à couper cette analyse de LT en deux parties :

- une où il est possible de faire des prévisions réaliste.
- un horizon où il est quasiment impossible de faire des prévisions réalisées.

☐ On peut donc définir un horizon de CT et un horizon de LT où l'on va devoir faire des hypothèses (on parle de *modélisation*).

- Généralement les prévisions se font sur le chiffre d'affaire qui est la véritable inconnue.

$$VGE = \frac{FTD1}{(1+CMPC)} + \frac{FTD2}{(1+CMPC)} \dots + \frac{FTDn}{(1+CMPC)}$$

CT LT

$$\text{Donc, } VGE = VGE_{CT} + VGE_{LT}$$

- VGE_{CT} ne pose pas de problème.

- VGE_{LT} est la valeur terminale et il faut prendre en compte des modèles (hypothèse). On va en utiliser deux :

- *1^{ère} modélisation* - On suppose qu'au delà de 5 ans les flux restent régulier jusqu'à l'infini.

$$VT_5 = \frac{FTD6}{CMPC}$$

- *2^{ème} modélisation* - Où, on suppose que chaque année le flux de trésorerie va augmenter d'un taux de croissance égale à g . On obtient une valeur terminale et la valeur de l'entreprise par les formules suivantes :

$$VT_5 = \frac{FTD6}{CMPC-g}$$

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FTt}{(1+R)^t} + \frac{VTn}{(1+R)^n}$$

b. Actualisation des flux de trésorerie disponibles (FTD)

- On évalue la valeur de marché des capitaux propres : $V_{CP} = VGE - V_{DF}$

- On actualise les flux de trésorerie disponible au coût du capital (CMPC)

$$VGE = \sum_{i=1}^n \frac{FTDt}{(1+CMPC)^i} + \frac{VTn}{(1+CMPC)^n}$$

$$\text{Donc, } V_{CP} = \sum_{i=1}^n \frac{FTDt}{(1+CMPC)^i} + \frac{VTn}{(1+CMPC)^n} - V_{DF}$$

- Le flux de trésorerie disponible (FTD) revient à tous les apporteurs de capitaux. On le calcul comme suit :

$$\begin{aligned} & \text{Résultat d'exploitation} \\ & (-) \text{ Impôt normatif} \\ (+) & \text{ Dotation aux amortissements et provision d'exploitation} \\ (-) & \text{ Reprises sur amortissement et provision d'exploitation} \\ & (-) \text{ variation du BFRE} \\ (-) & \text{ Investissement bruts de l'exercice} \\ & = \text{FTD} \end{aligned}$$

Rappel – le modèle d'équilibre des actifs financiers.

- Sur les marchés financiers : corrélation positive entre la rentabilité obtenue et le risque couru. - Les actions constituent une forme d'investissement plus risquée (au vu des écarts-types) que les obligations et les bons du trésor et offre une rentabilité plus élevée.

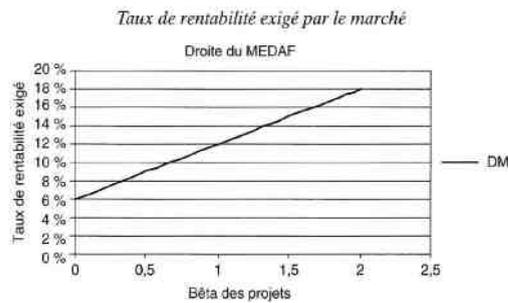
- Le **MEDAF (Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers)** permet de valoriser le risque. Selon la relation fondamentale qui le définit, le taux requis sur un actif risqué est égal au taux sans risque plus une prime de risque qui dépend du risque du marché. Il permet ainsi d'évaluer le coût des capitaux propres.

$$k = R_f + \beta (R_m - R_f) = \text{MEDAF}$$

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

- Etablie par un marché financier en équilibre, cette relation permet d'évaluer le taux requis k pour une action donné. Ce taux comprend deux composante :

- **R_f**, le taux de rentabilité de l'actif sans risque ou taux sans risque. C'est le taux requis pour un placement sans risque sur le marché financier comme le taux des obligations de l'Etat.
- **Une prime de risque**, $\beta (R_m - R_f)$ fonction du coefficient de sensibilité β , mesurant le risque, et de la prime de risque du marché $(R_m - R_f)$. **R_m**, étant le taux de rentabilité attendu par l'ensemble du marché, représenté par exemple par l'indice de marché.
- **Le coefficient β** représente la sensibilité du taux de rentabilité d'une action aux fluctuations du taux de rentabilité du marché. Mesure le risque systématique. Ainsi :
 - Si $\beta < 1$: le titre est défensif. Si le marché baisse, l'action est susceptible de baisser moins. Avec $\beta = 0,6$, les mouvements de cette action auront une volatilité égale en moyenne à 60% de celle du marché, à la hausse comme à la baisse.
 - Si $\beta > 1$: le titre est offensif. Avec $\beta = 1,5$, les mouvements de cette action seront 1,5 fois plus volatiles que ceux du marché, à la hausse comme à la baisse.



Exemple TF1

Évaluation de TF1

Le business plan de TF1 établi mi-2007 est présenté ci-dessous :

(en millions d'euros)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Chiffre d'affaires	1 951	2 056	2 161	2 258	2 349	2 431	2 504	2 579
taux de croissance		5,5 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %
taux de marge opérationnelle	19,0 %	22 %	21 %	20 %	19 %	19 %	19 %	19 %
Résultat opérationnel	370,7	452,8	453,9	451,7	448,3	461,9	475,8	490,0
Impôts (33 %)	-123,6	-150,9	-151,3	-150,6	-148,8	-154,0	-158,6	-163,3
DAP (2,8 % du CA)	54,6	57,6	60,5	63,2	65,8	68,1	70,1	72,2
Δ BFRRE	-13,0	-16,0	-12,0	-10,0	-10,0	-10,0	-11,0	-11,0
Investissements (2,8 % du CA)	-54,6	-57,6	-60,5	-63,2	-65,8	-68,1	-70,1	-72,2
Flux de trésorerie disponible	234,1	285,9	290,6	291,1	287,5	297,9	306,2	315,7

L'entreprise TF1 est financée à hauteur de 80% de CP et 20% de dettes financières. Le Beta de l'entreprise TF1 = 1. Le taux sur le bon de trésor = 4%. La prime de risque du marché = 5%. L'entreprise TF1 s'endette à un taux = 6,6%. Le taux d'imposition = 33%. L'analyste financier estime qu'au-delà de 2015, les flux de trésorerie disponible augmenteront d'un taux régulier de 3%. La valeur des dettes financières est estimée à 380 millions d'euros. Ces informations concernent l'année 2007.

Estimer la valeur théorique de marché des capitaux propres.

a) Calcul de CMPC

$$CMPC = (0,09 * 0,08) + (0,066 * (1 - 0,33) * 0,2) = 8,1\%$$

- Sachant que : $k = 4\% + 1(5\%) = 9\%$

- Sur 1€ investit, l'actionnaire atteint 9cts de rentabilité. Mais ces revenus ne sont pas garantis par l'entreprise.

- Chaque euro utilisé dans le financement de l'entreprise me coûte 8,1 cts.

b) Calcul de VGE

$$\text{On cherche, } VGE = \frac{VGE_{CT}}{2008-2015} + \frac{VGE_{LT}}{2016-infini} .$$

Premièrement:

$$VGE_{CT} = \frac{234,1}{(1+8,1\%)^1} + \frac{285,9}{(1+8,1\%)^2} + \frac{290,6}{(1+8,1\%)^3} + \dots + \frac{315,7}{(1+8,1\%)^8} = 1632,71 \text{ M€}$$

Deuxièmement:

$$VGE_{LT} = \frac{FTD_{2016}}{(1+CMPC)} + \frac{FTD_{2017}}{(1+CMPC)^2} + \frac{FTD_{\infty}}{(1+CMPC)^{\infty}}$$

$$VT_{2015} = \frac{FTD_{2016}}{CMPC-g} \text{ (modèle de Gordon-Shapiro)} = \frac{315,7(1+3\%)}{8,1\%-3\%} = 6375M\text{€}$$

La V_{CT} a été calculé en 2007, il faut donc l'actualiser.

$$VT_{2007} = \frac{6375}{(1+8,1\%)^8} = 3419 M\text{€}$$

Alors, $VGE_{2007} = VGE_{CT} + VGE_{LT} = 1632,71 + 3419 = 5051,71 M\text{€}$

Donc, $V_{CP} = VGE - V_{DF} = 5051,71 - 380 = 4671,71 M\text{€}$.

La valeur d'une action TF1 = 46,71€.



Si le cours de TF1 en 2007 est de 70€. Le titre est surévalué. Il faut vendre. Le cours va converger vers 46€.

Si le cours de TF1 en 2007 est de 30€. Le titre est sous évalué. Il faut acheter. Le cours va converger vers 46€.

Remarques:

- Pour les comptes consolidés, il faut déduire de la valeur de marchés des CP les intérêts minoritaires.
- Les **intérêts minoritaires** représentent la part des CP de la filiale qui est détenue par des actionnaires extérieurs au groupe (les minoritaires).
- Si l'entreprise détient des **actifs hors exploitation** (participations non consolidées par exemple) et que les produits et charges rattachés à ces actifs ne figurent pas dans le compte de résultat d'exploitation du groupe, leur valeur ne sera pas incluse dans la VGE. Il faut donc les rajouter...

Cf. Exercice L'Oréal (feuille)

Règle de décision

- Il y a création de valeur lorsque la rentabilité des capitaux employés par l'entreprise est supérieure au coût de financement.

Rentabilité financière (ROE) = $\frac{\text{Résultat net}}{FP}$

Mesure la rentabilité des FP d'un point de vue des actionnaires.
 Exemple : Pour 1€ investit en FP l'entreprise dégage 12cts de résultat.

Rentabilité économique (ROA) = $\frac{\text{Résultat d'exploitation}(1-z)}{AE}$

Mesure la rentabilité moyenne des capitaux investit, indépendamment de la politique de financement.

Entre les deux, on retrouve l'effet de levier.

Or, ces indicateurs de rentabilités ne sont pas toujours très fiables, on va donc s'orienter vers d'autres.

« On a une rentabilité financière de 20% : est-ce que l'entreprise est forcément rentable ? »

- Le résultat comptable est forcément positif, mais l'entreprise n'est pas forcément rentable sur un plan strictement financier. Ceci va dépendre du coût des fonds propres.
- Indicateur de création de valeur = résultat net – rémunération des actionnaires.

Rappel :

$$\text{Rentabilité boursière : } \frac{P1 - P0 + D}{P0}$$

$$\text{On peut diviser cette rentabilité en deux parties : } \frac{P1 - P0}{P0} + \frac{D}{P0}$$

La première étant le rendement en plus-value et la deuxième le rendement en dividende.

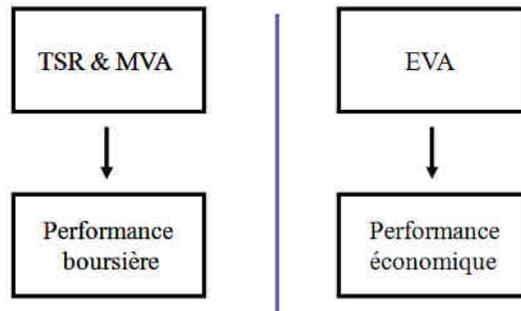
- La plus grande partie de la rentabilité boursière se dégage sur la plus-value car la rentabilité sur le dividende est rarement supérieure à 2%.
- Il y a des entreprises cotées en bourse qui ne versent jamais de dividende.

? Exemple de Microsoft

Coté au NASDAQ, Microsoft n'a pas versés de dividendes de 1987 à 2003. Son cours au moment de son introduction était de 0,08\$. En 2003, l'entreprise procède à son premier versement de dividende, le cours de son action passe à 26\$. Une personne qui a conservé son titre entre les deux périodes à réalisé une plus-value importante. Elle s'est enrichie en rachetant des entreprises (croissance externe). En 2003, Microsoft avait une PDM assez importante et donc plus de projets d'investissement, ce qui lui a permis de verser des dividendes. Aujourd'hui, Microsoft investit dans la réalité augmentée et dans la téléphonie (rachat de Nokia).

- Un actionnaire « fortuné » préfère recevoir 1€ de plus-value que 1€ de dividende pour des raisons fiscales.
- **Avec le résultat**, on procède à une mise en réserve puis, on regarde les projets d'investissements et enfin à une distribution des dividendes. Lors d'un investissement, on va voir si l'argent alloué au projet à était efficace.

Les modèles de création de valeur



1. Le modèle EVA : Economic Value Added

- C'est une mesure de la performance économique à la fois simple et de bon sens.
- On déduit du résultat opérationnel de l'exercice la rémunération attendue par l'ensemble des apporteurs de capitaux.

$$EVA_t = ROP_t * (1-Z) - CMPC_t * AE_{t-1}$$

Soit :

CA

(-) Salarié

(-) Fournisseurs ROP, résultat opérationnel net d'impôt

(-) Etat

(-) CPMC * AE_{t-1}

La rentabilité économique peut s'estimer en faisant le rapport entre le résultat opérationnel et l'actif économique, d'où :

$$K_{a,t} = \frac{ROP_t * (1-Z)}{Actif\ économique\ t-1}$$

L'équation de l'EVA peut alors s'écrire :

$$K_{a,t} = [K_{a,t} - CMPC_t] * AE_{t-1}$$

- On réintègre dans le calcul la rémunération demandé par les actionnaires car celle si n'est pas pris en compte dans la comptabilité.
- Après avoir rémunérer l'ensemble des parties prenantes, le cash qui reste appartient à l'entreprise et donc aux actionnaires. C'est la création de valeur qui reste.
- J'investis mes ressources dans des emplois (actifs) qui vont dégager une richesse future (flux de trésorerie).

Exemple : [2009 - 2014]

EVA 2010

$$L'Oréal = R_{exp_{2010}}(1-z) - CMPC * AE_{2009}$$

Il ne faut pas prendre les FP au sens comptable si l'entreprise est coté mais, la capitalisation boursière.

2. Le modèle TSR : Total Shareholder Return

- Le TSR représente le taux de rendement d'une action.

$$TSR = \frac{CB_t - CB_{t-1} + Dividende}{CB_{t-1}}$$

- Comparer le TSR ex-post (realize) au TSR ex-ante (anticipé).
- Il y a création de valeur si TSR réalisé > TSR anticipé.

3. Le modèle MVA : Market value Added

- Cette mesure prend en compte à la fois la performance passée et la performance future de l'entreprise.

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}$$

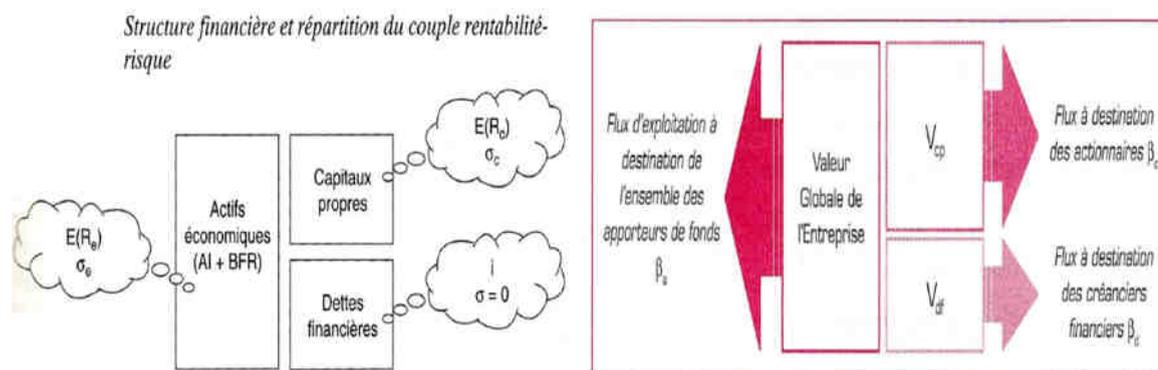
Chapitre 2 : Impact de la structure financière sur la valeur

« Comment minimiser son cout de capital, qui est le cout de financement ? »

- En augmentant le niveau de la dette, or le risque financier de l'entreprise va augmenter. Donc, en modifiant sa structure financière, on a des impacts sur le risque et donc sur le cout du capital qui va augmenter car le banquier va demander plus.

1. Le **risque financier**, c'est-à-dire un risque de non recouvrement de la dette. Plus mon entreprise est endetté plus risque de non remboursement de la dette est élevé. Le créancier ne supporte que le risque financier étant donné qu'il communique les modalités de remboursement du crédit.

2. Le **risque d'exploitation**, lié à la baisse du chiffre d'affaires due aux charges fixes. Plus les charges fixes sont importantes, plus ce risque est important. Il faut que la MSCV couvre au moins les CF (poids mort). L'actionnaire supporte le risque financier et économique. Dans le Beta, on retrouve donc une bonne partie du risque économique et du risque financier.



« Si l'entreprise n'est pas cotée, comment calculer k ? »

Exemple

- On a l'entreprise Danone qui est cotée et une entreprise de Bourgogne non cotée dans les produits laitiers.

- Si elle n'est pas cotée, il n'y a pas de cours boursier, comment calculer son coût de capital (k) ?

- Bêta c de Danone : 0,98, ce bêta peut-il être applicable à l'entreprise Bourgogne ? Bien que le risque économique soit identique (même secteur d'activité), le risque financier n'est probablement pas le même. On doit donc regarder la structure financière.

La technique retenue :

- Simulation du Bc de l'entreprise Danone si 0 dette. On enlève le risque financier dans le bêta c, il reste le bêta a, qui est le bêta désendetté de la dette.

- Donc dans un premier temps, on doit créer une entreprise qui n'a pas de dettes = c'est la technique de désendettement du Beta. Le beta A.
- On suppose après désendettement, bêta a = 0,6. Il est presque identique à celui de l'entreprise Bourgogne car même secteur. Ensuite, on utilise la formule du réendettement.

■ Désendettement du Bêta

$$\beta_a = \frac{\beta_c + \beta_d \times \frac{V_{df}}{V_{cp}}}{1 + \frac{V_{df}}{V_{cp}}}$$

■ Réendettement du Bêta

$$\beta_c = \beta_a + [\beta_a - \beta_d] \times \frac{V_{df}}{V_{cp}}$$

Estimation du coût des fonds propres d'une société non cotée

1. Constitution d'un échantillon d'entreprises comparables cotées.
2. Calcul de leur bêta des capitaux propres (Bc)
3. Calcul de leur bêta de l'actif (Ba)
4. Calcul du bêta de l'activité (moyenne des Ba)
5. Calcul du Bc de la société non cotée.

Exercice société Paiva :

Avant diversification : coût des FP taux sans risque + prime de risque

Deux activités différentes, donc on ne peut pas utiliser les mêmes données qu'avant.

Calculer le coût des fonds propres de l'entreprise Paiva.

Latic, β le plus important car risque financier le plus élevé.

Vebert β le plus faible, car risque financier le moins élevé.

Etape 1 : on a 3 entreprises cotées avec le même portefeuille d'activité

Etape 2 : déjà calculé

Entreprise Danone :

Rd (rentabilité demandée par la banquier) = $R_f + \beta_d(R_m - R_f)$

Banque pour se financer peut emprunter de l'argent sur le marché interbancaire, dépôts à vue, ses fonds propres. Quand la banque emprunte, elle subit le R_f (taux sans risque).

$$\beta_d = (R_d - R_f) / (R_m - R_f) = (5\% - 4,5\%) / 3,5\% = 0,14.$$

Le risque que supporte le créancier (0,14) est plus faible que celui de l'actionnaire (1,6%).

$$\beta_a = (1,6 + 0,14 \times 0,6) / 1,6 = 0,715.$$

⊆ Entreprise Latic

$$\beta_d = (5,2\% - 4,5\%) / 3,5\% =$$

$$\beta_a = (1,2 + 0,2 \times 1) / 1,2 = 0,7$$

⊆ Entreprise Vebert

$$\beta_d = (4,8\% - 4,5\%) / (3,5\%) =$$

$$\beta_a = (0,9 + 0,09 \times 0,3) / 0,9 = 0,712$$

Moyenne du secteur d'activité = 0,709, il faut le ré-endetter en fonction de la structure fi de Païva.

$$\beta_c = 0,709 + (0,709 - 0,23) \times 1,2 = 1,28$$

$$k_{\text{païva}} = R_f + \beta_c (r_m - R_f) = 4,5\% + 1,28 \times 3,5\% = 0,09 \text{ soit } 9\%.$$

Chapitre 3 : L'autofinancement et la politique de dividende

- L'AGO va statuer de l'affectation de résultat : soit on conserve le cash dans l'entreprise (autofinancement), soit on va le distribuer.
- On va donc d'abord statuer sur la politique d'investissement puis sur la politique de dividende. La politique de distribution étant un sous produit de la politique d'investissement.
- Pour la politique d'investissement, on va se poser des questions sur la politique de distribution des dividendes. On peut procéder à un programme de rachat d'action.



- Le code du 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 ».

- Si on fait un zoom sur cette définition on retrouve les grandes composantes du bénéfice distribuable :

- **Le résultat de l'exercice**
- **Le report à nouveau**
 - *Pertes* - peut être positif comme négatif.
 - *Arrondi de dividendes* – lorsqu'on statue sur un dividende par action, on se réfère à l'année précédente car il faut au moins distribuer le même niveau sinon on est sanctionné par le marché. Le cash de dividende que l'on distribue au actionnaire et parfois inférieur au résultat distribué = arrondi de dividende.
- **Les réserves**
 - *Obligatoires* - imposé par la loi, 5% du résultat avec un plafond à ne pas dépasser de 10% du capital social.
 - *Statutaires* - en fonction des statuts
 - *Facultatives*

- L'entreprise a 2M€ de bénéfice distribuable. Est-ce que je peux affecter directement ce résultat aux actionnaires ? Pour cela, il faut de la trésorerie.

Autres formes de dividendes

▪ **Acompte sur dividendes**

- Versement anticipé d'une fraction de dividende
- Etaler le décaissement pour l'émetteur = Lisser le revenu pour l'actionnaire

Les dividendes sont déclarés comme des revenus, il est donc préférable qu'il soit étaler dans le temps.

▪ **Paiement du dividende en actions (supplémentaire)**

- Pas de décaissement pour l'entreprise
- Eviter les couts des augmentations de capital (6%)

La société peut proposer des actions supplémentaires à la place des dividendes, pour une valeur identique. C'est une forme d'augmentation de capital mais sans les coûts qui y sont liés.

▪ **Dividende majoré**

- Dividende supérieur au dividende normal (<10%)
- Actionnaire détenant leur action > 2 ans

Calendrier de distribution

- AGO doit décider dans les 6 mois suivant la clôture de l'exercice.

- Le paiement doit avoir lieu dans les 9 mois de la clôture.

- L'actionnaire qui détient l'action à la date de mise en paiement percevra le dividende.

- Lorsque l'on va distribuer des dividendes, on va distribuer du cash donc l'actif économique se réduit et de ce fait le patrimoine de l'entreprise.

- **Le cours de l'action reflète la valeur de l'entreprise.**

Vente du titre à 50€, l'entreprise va distribuer les dividendes le 10/09, ce n'est pas un manque gagner pour l'actionnaire car au 10/09, le cours va diminuer du fait de la sortie de trésorerie du au versement des dividendes (réduction de l'actif). Le patrimoine va se réduire donc le cours boursier va s'ajuster à la baisse. C'est le cas dans un monde parfait où l'actionnaire est indifférent.

Thèse de neutralité

- Dans un monde parfait : absence de fiscalité, un accès au marché financier libre, pas d'asymétrie d'information entre actionnaire et dirigeant... La politique de dividende n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise.

- Indifférence entre recevoir un euro sous forme de dividende ou de plus-value.

Or, le monde n'est pas parfait. En ce qui concerne l'imposition, un actionnaire fortuné préfère recevoir des dividendes et faire une plus-value par la vente de titres. En effet, l'imposition est moins importante dans le dernier cas.

Impact sur la fiscalité

- Supposons un actionnaire qui a acquis une action pour 50€ et souhaite la vente le 30 juin pour 72€.

- 1^{er} cas : sans distribution ? Sa plus-value est de $72 - 50 = 22€$.
Si la veille, elle avait versé 5€ de dividende.
- 2^{ème} cas : avec distribution ? 17€ au titre de plus-value et 5€ au titre des revenus de capitaux mobiliers.

- S'il ne vend pas son titre : il n'aurait fait l'objet d'aucune imposition dans le 1^{er} cas et de 5€ dans le 2^{ème} cas.

- Les dividendes sont donc plus taxés que la plus-value, surtout pour les personnes les plus aisées.

- La plus value n'est taxée qu'au moment de la cession de l'action.

- Les actionnaires ont intérêt à ce que la société ne distribue pas de dividendes mais procède à des rachats d'actions. Seuls les actionnaires qui ont besoin de liquidités vendront leurs titres et seront taxés (dividende « maison »).

- ☒ Dans ces conditions, une société sera mieux valorisée si elle procède à des rachats d'actions plutôt qu'à des distributions de dividende.

Effet de la clientèle fiscale

- La préférence des plus-values dépend du différentiel de taxation entre plus-values et dividendes.

- Les actions à dividendes (faibles) élevés seront recherchées par les investisseurs faiblement (fortement) imposés.

- ☒ Effet de clientèle fiscale.

Financement des projets d'investissement

- La politique de dividendes est un sous-produit de la politique de financement.

- Les entreprises jeunes, novatrices et en phase de croissance distribuent peu ou pas de dividendes.

- Les entreprises en phase de maturité distribuent des dividendes élevés.

- Certaines entreprises préfèrent constituer une trésorerie importante (trésorerie de guerre) pour financer une acquisition future. Ceci évite les frais d'augmentation de capital ou de dette.

- Problème avec cette pratique : imposition élevée, conflits d'agence.

Dividende comme signal

- Asymétrie d'information entre actionnaire et dirigeant.

- Emettre des signaux pour rassurer les actionnaires.

- Le dividende est un excellent signal car il est à la fois crédible et coûteux. Le dirigeant ne peut se permettre de verser un dividende significatif que s'il anticipe un avenir favorable de l'entreprise.

- Une entreprise continue à verser le même dividende alors que son bénéfice est en baisse ? Signal que la baisse du bénéfice n'est que passagère.

- Donc, une entreprise annonce un résultat inférieur à ses objectifs/ le dirigeant peut émettre un signal au marché en augmenté les dividendes malgré les difficultés. Car les dividendes seront perçus comme des perspectives futures fiables.

Réduction des coûts d'agence

- Au même titre que l'endettement, le dividende peut-être considéré comme un moyen de discipline et de contrôle du dirigeant.
- Les sociétés qui dégagent des flux de trésorerie disponibles ont intérêt à verser des dividendes afin de réduire le risque d'utilisation inefficace des fonds par les dirigeants : augmentation de son salaire, de la taille de l'entreprise, et in fine de son pouvoir...

Rachats d'actions vs. Distribution de dividendes

- Une distribution de dividendes s'impose à tous.
- Taxation différente et plus avantageuse pour les rachats d'actions.
- Un programme de rachat d'action est perçu par le marché comme une sous-évaluation du titre.
- Evitez l'effet de cliquet quand il s'agit de liquidité importante.
- Une augmentation de dividende est un signal plus fort qu'un rachat sur la performance future de l'entreprise.
- Le rachat peut permettre de faire évoluer la structure du capital.

L'autofinancement est calculé par la CAF. Avec la CAF on rembourse les dettes (revient de droit aux créanciers) mais aussi, on rémunère les actionnaires avec ce qui reste. Il faut donc prendre en compte leurs exigences par le coût du capital (CMPC).

Chapitre 4 : Financement par dettes

- L'objectif de cette partie est de déterminer le coût de la dette.
- Il y a plusieurs types de dettes.
- On parle de dettes financières et non d'exploitation.
- C'est la principale source de financement externe des entreprises.
- Elle ne doit pas être perçue de manière négative car elle présente plusieurs avantages :
 - Avantage fiscal : déductibilité des intérêts.
 - N'affecte pas la structure de propriété.
 - Transfert d'une partie du risque économique des actionnaires vers les créanciers.
- Augmentation du risque financier.
- Il est moins coûteux de se financer par la dette que par les fonds propres.

Typologie des emprunts

	Emprunts bancaires	Emprunts obligataires
Nature	Intermédiés (logique de négociation dans une relation) Indivis	De marché Divisibles
Types d'entreprises	Toutes	Grandes entreprises cotées en raison des volumes importants
Nature des coûts	Un coût négocié prenant en compte l'ensemble des relations La base : le coût des ressources de la banque + marges fonction de la nature de l'opération et de la qualité de l'emprunteur	Le prix de marché fonction du rating de l'émetteur Des coûts d'émission et d'information
Souplesse	Mise en place assez rapide Renégociation possible en fonction de la situation de l'entreprise	Long à mettre en place et fonction de l'état du marché Non renégociable

Emprunt obligataire : on peut diviser la dette en morceaux et émettre des obligations.

Taux de coupon : taux d'intérêt de l'obligation.

La notation du risque de solvabilité est effectuée par les agences de notation. Coût de la dette indexée sur la solvabilité.

AAA : risque de défaut le plus faible. Allemagne se finance sur les marchés à 1,25% (France 1,75%).

- **Le moyen terme**
 - o De 2 à 7 ans
 - o Financement en général de 50 à 75% de l'investissement
- **Le long terme**
 - o En général de 7 à 15 ans
 - o Peut atteindre 30 ans
 - o En général plafonné à 70% du montant HT.
- **La distribution**
 - o Le long terme : principalement par des établissements spécialisés (sur la base de ressources obligataires)
 - o Le moyen terme : les banques principalement
- Le financement d'un programme se fait fréquemment en jumelant ...

Le coût des emprunts

1. Emprunt à long terme

C'est à travers le cout actuariel que l'on calcul le coût de la dette. La valeur des remboursements est appelé annuité. Le taux actuariel est le taux d'actualisation tel que la valeur actuelle des annuités est égale au montant du capital prêté.

Annuité : somme de l'amortissement + intérêt

1.1. Emprunt à amortissement constant

- Montant : 100 000€

- Taux d'intérêt annuel : 8%

- Durée : 5 ans

Dresser le tableau d'amortissement de l'emprunt.

Année	Capital restant dû	Amortissement	Intérêts	Annuité
1	100 000	20 000	8 000	28 000
2	80 000	20 000	6400	26 400
3	60 000	20 000	4 800	24 800
4	40 000	20 000	2 200	22 200
5	20 000	20 000	1 600	21 600
TOTAL		100 000	24 000	124 000

La somme de 24 000€ n'a aucune signification financière.

Pour comparer les différentes formes de financement il faut calculer le taux actuariel, tel que le capital qui m'a été mis a disposition est égale a la somme des annuités actualisé. Soit :

$$100\,000 = \frac{28\,000}{(1+i)} + \frac{26\,400}{(1+i)^1} \dots + \frac{21\,600}{(1+i)^5}$$

i = 8%

- Même chose si la banque prélève des frais de dossiers, par exemple 2 000€.

La banque ne met donc plus que 98 000€ à ma disposition. On va donc avoir un coût de la dette plus élevé.

$$98\,000 = \frac{28\,000}{(1+i)} + \frac{26\,400}{(1+i)^1} \dots + \frac{21\,600}{(1+i)^5} = 8,81\%$$

Pour résoudre le calcul : par tâtonnement (cf. TRI)

1.2. Remboursement in fine

- La totalité du capital est remboursée en une seule fois, à la date d'échéance du prêt.
- Souvent pratiqué sur les emprunts obligataires.
- Même exemple.

Année	Capital restant dû	Amortissement	Intérêts	Annuité
1	100 000		8 000	8 000
2	100 000		8 000	8 000
3	100 000		8 000	8 000
4	100 000		8 000	8 000
5	100 000	100 000	8 000	108 000
TOTAL		10 000	40 000	140 000

$$100\,000 = \frac{8\,000}{(1+i)} + \frac{8\,000}{(1+i)^1} \dots + \frac{108\,000}{(1+i)^5} = 8\%.$$

Je suis donc indifférent au coût de la dette.

Généralement les entreprises optent pour un remboursement in fine quand le projet a un système d'exploitation assez long.

1.3. Emprunt à annuités constante

- Généralement pour les prêts immobiliers.

$$A = \frac{iE}{1-(1+i)^{-n}}$$

Avec A, le montant de l'annuité constante

E, le montant de l'emprunt de durée n

I, le taux actuariel de l'emprunt

Année	Capital restant dû	Amortissement	Intérêts	Annuité
1	100 000	17 045	8 000	25 045
2	82 955	18 409	6 636,4	25 045
3	64 546	19 881	5 163,7	25 045
4	44 665	21 472	3 573,2	25 045
5	23 193	23 190	1 855,5	25 045

TOTAL		100 000	25 29	125 229
--------------	--	---------	-------	---------

$$100\,000 = \frac{25\,045}{(1+i)} + \frac{25\,045}{(1+i)^1} \dots + \frac{25\,045}{(1+i)^5} = 8\%.$$

1.4. Emprunt à annuités progressives

$$A1 = \frac{E(i-g)}{1 - \left(\frac{1+g}{1+i}\right)^n}$$

Avec g le taux de croissance

- Même application pour g=5%.

Année	Capital restant dû	Amortissement	Intérêts	Annuité
1	100 000	18 334	8 000	22 834
2	85 166	17 162	6 813	23 975
3	68 004	19 734	5 440	25 174
4	48 270	22 571	3 862	26 433
5	25 699	25 699	2 056	27 755
TOTAL		100 000	26 768	126 171

$$100\,000 = \frac{22\,834}{(1+i)} + \frac{23\,975}{(1+i)^1} \dots + \frac{27\,755}{(1+i)^5} = 8\%.$$

1.5. Emprunt à coupon zéro

- A l'échéance, on rembourse le capital et les intérêts.

Année	Capital restant dû	Amortissement	Intérêts	Annuité
1	100 000			
2				
3				
4				
5	100 000			
TOTAL				

2. Emprunt obligataire

- Une obligation est une valeur mobilière constituant un titre de créance représentatif d'un emprunt. Donnant droit à des rendements obligataires, l'obligation est cessible et peut donc faire l'objet d'une cotation (en % de leur nominal et non en €) sur une bourse ou un marché secondaire.

- Les obligations sont moins risquées que les actions et donc moins rentables.

- C'est un moyen plus simple pour les entreprises d'avoir recours au financement que de passer par une banque.

- En contrepartie de cette dette (à échéance déterminé) l'entreprise va nous verser des intérêts à chaque fin de période, et de nous rembourser le capital à échéance. Entre la date d'émission et la date d'échéance,

l'investisseur peut vendre son titre obligataire sur le marché secondaire à un autre investisseur au prix de marché qui dépend, de l'offre et de la demande.

- Sur le marché obligataire on retrouve des agents économiques aux besoins de financements comme l'Etat, les entreprises cotés en bourse. Quand on achète un titre obligataire, on reçoit un contrat sur lequel seront inscrits les paramètres suivants:

- la valeur nominale de l'obligation (VN),
- le prix ou valeur d'émission (PE),
- le taux de coupon (exprimé en annuel, trimestriel ou semestriel),
- la valeur de remboursement (VR),
- et l'échéance.

On peut également nous indiquer la date à laquelle on va commencer à nous verser des intérêts.

Exemple

PE= 5000€

Taux de coupon = 6%

VN= 6000€ (valeur sur laquelle on calcul les intérêts que l'on va recevoir - aucune valeur financière)

VR= 5500€

Echéance= 5 ans

On a forcément, $VN > PE$.

Le coupon = $VN * \text{taux de coupon} = 6000 * 6\% = 360€$

En $n+5$, on a $360€ + VR + \text{prime de remboursement}$ (différence VR et VN soit 500€).

On a V_m qui varie en fonction de l'offre et de la demande (volatile au cours des années). On parle de fluctuation des V_m , qui sont plus faible que celles sur le marché des actions.

3. Le crédit-bail

Le crédit-bail est une location avec option d'achat. C'est la société de leasing qui se charge d'acheter la machine, qu'elle va nous louer. C'est une forme d'endettement. En contre partie, chaque année on paye des loyers et à l'échéance, on n'a possibilité de racheter la machine avec une valeur résiduelle fixée au départ. Comment calculer le véritable coût de crédit ? Il faut donc calculer le coût actuariel.