

Mardi, 10 janvier 2012.

# INGENIERIE FINANCIERE

---

Plan de Cours

<b>INGENIERIE FINANCIERE .....</b>	<b>1</b>
<b>INTRODUCTION GÉNÉRALE .....</b>	<b>3</b>
I- <i>Définition de l'ingénierie.....</i>	3
II- <i>De l'ingénierie à l'ingénierie financière.....</i>	3
III- <i>Le contenu de l'ingénierie financière. ....</i>	3
IV- <i>Quelques réflexions sur la démarche de l'ingénierie financière. ....</i>	4
<b>CHAPITRE I - Les Outils de l'Ingénierie Financière .....</b>	<b>5</b>
I- <i>Le Diagnostic de l'entreprise.....</i>	5
1- Le diagnostic stratégique.....	5
2- Le diagnostic juridique et fiscal .....	5
3- Le diagnostic financier.....	6
II- <i>L'évaluation de l'entreprise.....</i>	6
1- L'évaluation par le patrimoine.....	7
2- L'évaluation par les flux.....	7
3- L'évaluation par les multiples.....	8
<b>Chapitre II - Les Techniques d'appel de fonds. ....</b>	<b>9</b>
I- <i>Le financement par Capital. ....</i>	9
1- Les augmentations de Capital.....	9
1.1. <i>Le contexte.....</i>	9
1.2. <i>Les différentes formes d'augmentation de capital.....</i>	9
1.3. <i>La prime d'émission.....</i>	10
1.4. <i>Droits de souscription et Droits d'attribution.....</i>	10
1.5. <i>L'introduction en bourse.....</i>	11
2- Les Nouveaux Fonds Propres.....	12
2.1. <i>Le développement des nouveaux fonds propres.....</i>	12
2.2. <i>Les produits dérivés de l'obligation.....</i>	13
2.2.1. <i>L'OBLIGATION CONVERTIBLE (OC).....</i>	13
2.2.2. <i>LES OBLIGATIONS REMBOURSABLES EN ACTIONS (ORA).....</i>	13
2.2.3. <i>LES OBLIGATIONS A BON DE SOUSCRIPTION D' ACTIONS (OBSA).....</i>	14
2.2.4. <i>LES AUTRES PRODUITS DERIVES DE L'OBLIGATION.....</i>	14
3. Les produits dérivés de l'action.....	14
3.1. <i>Les ABSA.....</i>	14
3.2. <i>Les Actions Privilégiées.....</i>	15
3.3. <i>Les Actions à bon de souscription d'Obligations convertibles. (ADSOC).....</i>	16

3.4. <i>Les Actions à Bon de Souscription d'Actions avec Faculté de Rachat. (ABSAR)</i> .....	16
4. <i>Les Bons de Souscription</i> .....	16

Introduction : Qu'est-ce que l'ingénierie financière ?

La démarche de l'ingénierie financière

Quelques réflexions sur la démarche de l'ingénierie financière.

Chapitre I Les outils de l'ingénierie financière

- I- Diagnostic
- II- L'évaluation

Chapitre II Les Techniques d'appels de Fonds.

- I- L'Augmentation de Capital
- II- Les Nouveaux Fonds Propres
- III- Le Capital – Investissement

Chapitre III Les Rapprochements, les Reprises et les Restructurations d'Entreprises.

- I- Les techniques de Rapprochement des entreprises (Fusion, APA, Scission)
- II- Les Reprises d'entreprises (Cession des blocs de Contrôle, Les OPA, les OPE, les Holding de reprise ou la reprise des entreprises par les salariés)
- III- Les Restructurations des entreprises en difficulté

Chapitre IV Le Rachat des entreprises par Effet de Levier : les LBO (LEVERAGED BUY OUT).

- I- Montage des dossiers de LBO
- II- Les Acteurs
- III- Les LBO et la Théorie financière.

# INTRODUCTION GÉNÉRALE

---

## I- Définition de l'ingénierie.

« Ingénierie » est venue du mot anglais «Engineering » qui a été transformé pour franciser le terme. Cette notion s'applique initialement au Génie civil et à l'art militaire, ensuite à l'informatique et aux télécommunications et enfin aux métiers de l'argent. Il est utilisé dans l'étude globale d'un projet et sa réalisation.

L'ingénierie, c'est aussi l'ensemble des activités intellectuelles qui permettent de concevoir un ouvrage d'une façon rationnelle et fonctionnelle en assurant la coordination des diverses disciplines qui concourent à sa réalisation. Il en résulte que l'ingénieur est capable de maîtriser toutes les composantes techniques d'un projet et de garantir la fiabilité des solutions retenues. Donc, l'ingénierie s'applique à des domaines complexes et divers. Un homme seul ne peut intervenir, c'est un travail d'équipe.

## II- De l'ingénierie à l'ingénierie financière.

L'expression « ingénierie financière » ne relève pas du tout d'un quelconque effet de snobisme. Elle est utilisée dans le sens d'un ensemble d'activités essentiellement intellectuelles, ayant pour objet d'optimiser l'investissement quel que soit sa nature, dans ses processus techniques de réalisation et de sa gestion. Il s'agit donc d'études de projet dans tous ses aspects, qui nécessitent un travail de synthèse coordonnant les travaux de plusieurs équipes de spécialistes.

Dans cette perspective, *l'ingénierie financière* peut se définir comme *l'aptitude à imaginer et à mettre en œuvre des montages financiers parfaitement adaptés aux besoins et aux objectifs spécifiques des agents économiques et au coût minimum*. La déréglementation des marchés financiers a entraîné une multiplication des options financières possibles pour un promoteur de projet. Ainsi, pour un même projet, un entrepreneur peut envisager plusieurs techniques de financement en partant des *crédits garantis* à des techniques d'augmentation du capital ou au financement par Capital-Investissement. Un monde d'opportunités financières s'ouvre donc à cet investisseur. Il doit donc s'il veut optimiser ses ressources financières, comparer, évaluer, expérimenter, et innover en ayant recours à des formules nouvelles de financement. Cette financiarisation de la gestion de l'entreprise justifie l'indissociabilité des aspects industriels et financiers dans l'économie moderne. Tout ceci a conduit à faire émerger une nouvelle approche bancaire davantage orientée vers les conseils et les services et vers un nouveau métier, celui de l'ingénierie financière qui s'intéresse également aux particuliers avec les montages propres à la gestion du patrimoine.

## III- Le contenu de l'ingénierie financière.

L'ingénierie financière a pour objectif de mener à bien un projet dans le domaine de la gestion d'entreprise et plus spécifiquement, permettre :

- 1- À une entreprise de restructurer son financement,

- 2- D'accompagner le développement de l'entreprise dans les opérations de croissance externe,
- 3- Aux dirigeants de transmettre leurs entreprises dans de bonnes conditions,
- 4- A des investisseurs de prendre le contrôle d'une entreprise avec un minimum d'apports.

En d'autres termes, l'ingénierie financière intègre la dimension conseil aux entreprises mais son objet ne s'arrête pas à la remise d'un rapport. *Son objectif est de mettre en œuvre, de réaliser le projet.* En conséquence, *l'ingénierie financière fait une synthèse opérationnelle des domaines de connaissances nombreux, Droit des Affaires, Comptabilité et Analyse financière, Mathématiques financières, économie, fiscalité prospective, Marketing, techniques bancaires etc.....* Toutefois, les piliers essentiels sont *les aspects juridiques, financiers, et fiscaux.*

L'ingénierie financière s'intéresse principalement au haut du bilan et plus particulièrement aux fonds propres. Elle apporte des réponses globales qui s'appuient le plus souvent sur le support des valeurs mobilières.

#### **IV- Quelques réflexions sur la démarche de l'ingénierie financière.**

L'intervention en Ingénierie Financière nécessite une connaissance approfondie de l'entreprise qui intègre mais dépasse l'angle financier. Il convient de prendre en compte l'ensemble des forces et des faiblesses de l'entreprise, il faut également se projeter dans l'avenir, ce qui justifie le rôle important du diagnostic et de l'évaluation. L'ingénierie financière a aussi une dimension commerciale, l'ingénieur financier vend ses produits ou ses services qui génèrent des commissions. Lorsqu'une opération est confiée à l'ingénieur financier, il est conclu un *mandat*, celui-ci est alors au service de son mandant.

Tout dossier d'ingénierie financière outre l'approche technique qui est déterminante, le rôle de la négociation est également très important.

L'ingénierie financière est du « *sur mesure* » et non pas du « *prêt à porter* » car chaque projet est un projet particulier et il faut faire preuve d'imagination et de créativité pour trouver les solutions adaptées à chaque projet particulier. Il faut trouver des solutions originales et adaptées à chaque contexte.

***En définitive, l'ingénierie financière est la création et la mise en œuvre des projets financiers.***

(À quoi sert donc l'IF dans notre contexte ?<sup>1</sup>)

---

<sup>1</sup> Accompagner la croissance, assister les entreprises aux montages financiers, les introductions en bourse, etc....

# CHAPITRE I - Les Outils de l'Ingénierie Financière

---

En préalable à une opération de haut de bilan, l'ingénieur financier doit disposer de tous les éléments lui permettant d'apprécier la situation de l'entreprise concernée. Les outils d'analyse qui lui permettent d'atteindre cet objectif peuvent être regroupés en deux catégories complémentaires : *le diagnostic et l'évaluation*.

Le diagnostic de l'entreprise est un travail indispensable qui doit permettre de se prononcer sur le risque et la rentabilité du projet et même sur sa faisabilité. Il a aussi pour objectif de repérer et de mesurer les principales variables nécessaires à l'évaluation de la cible en particulier *L'actif net comptable, le résultat récurrent prévisible, le taux d'actualisation utilisable etc....*

L'évaluation permet de déterminer la valeur de l'entreprise et du titre.

Du sérieux du travail effectué lors de ces deux premières phases dépendra la qualité des discussions et des décisions qui suivront.

## I- Le Diagnostic de l'entreprise.

Afin de construire des prévisions pertinentes, et de retenir des paramètres ou hypothèses raisonnables, il est indispensable d'acquérir une bonne connaissance de la société (ses produits, ses débouchés, ses forces, sa stratégie, ses principaux risques etc....) et du marché sur lequel elle opère. Ainsi, les travaux de valorisation doivent s'appuyer sur l'analyse des aspects stratégiques, juridiques, fiscaux et financiers.

### 1- *Le diagnostic stratégique*

Il s'intéresse aux points suivants :

- La nature, l'historique de la société et de ses activités,
- La structure du management et de l'actionariat,
- Les différents produits et leur positionnement concurrentiel,
- Les perspectives de croissance et la politique d'investissement à moyen terme,
- Les stratégies envisagées : Industrielles, commerciales et financières,
- L'environnement économique et sectoriel à savoir, l'intensité concurrentielle, le rapport de force avec les clients et les fournisseurs, les modèles d'analyse stratégiques constituent ici de précieux outils méthodologiques,
- L'outil de production et la technologie,
- Les parts de marché et le marketing, notamment, l'analyse des couples produit-marché, la structure et la segmentation de la clientèle, l'organisation de la force de vente, l'implantation commerciale etc....
- Les ressources humaines : effectifs, catégories, rémunérations, climat social etc.

### 2- *Le diagnostic juridique et fiscal*

L'attention devrait porter sur les points suivants :

- Les statuts et les registres juridiques : capital, clauses d'agrément, réglementations éventuelles de la profession, historique de la société, date d'acquisition ou d'apport en capital,
- La propriété intellectuelle : brevets, licences, marques etc.
- Les biens immobiliers : Titres de propriété, Droit d'occupation (Bail commercial, professionnel, Droit au renouvellement, Conditions de cessibilité du droit au Bail etc. ...
- Le fonds de commerce : création, achat ou apport ou location-gérance,
- Les derniers contrôles fiscaux et de sécurité sociale : détails de la procédure, notifications de redressement etc. ...
- Les contrats et litiges en cours : contrats de travail, contrats commerciaux, contrats financiers, contrats de nantissement, contentieux en cours.

Ces informations pourront être obtenues auprès de l'entreprise elle-même mais également auprès de différents organismes : syndicats professionnels, banques centrales, etc.

### *3- Le diagnostic financier.*

Dans le cas des projets d'ingénierie financière, un diagnostic financier approfondi doit être mené. Ce diagnostic doit tenir compte des éléments suivants :

- Les déclarations fiscales avec les annexes comptables,
- Le rapport du ou des commissaires aux comptes,
- La liste des participations détenues, des engagements commerciaux et financiers intragroupes,
- Les transactions récentes sur le capital de la société.

Ces informations serviront de support au calcul des principaux ratios d'analyse financière. Cette analyse est une étape incontournable permettant de construire les états financiers prévisionnels reflet de la stratégie de développement et de croissance de la société.

Les ratios financiers à analyser sont les suivants :

- Analyse de la profitabilité économique et financière,
- L'analyse de la rentabilité économique et financière,
- Analyse de la solvabilité,
- Analyse du levier opérationnel,
- Analyse de la structure financière,
- la gestion du besoin en fonds de roulement (BFR).

Ces ratios devront être étudiés en comparaison avec les niveaux sectoriels afin de construire des prévisions pertinentes, de s'assurer de la cohérence du plan d'affaires ou des paramètres clés retenus.

## **II- L'évaluation de l'entreprise.**

Après le diagnostic approfondi de l'entreprise et une identification du contexte, l'évaluation servira à la définition d'un prix ou d'une valeur à partir des modèles d'évaluation. Par ailleurs une

pluralité des modèles d'évaluation des entreprises coexiste, il est important de bien maîtriser les principes sous-jacents afin de correctement manier les outils proposés. Les principales méthodes peuvent être regroupées en trois grandes familles :

- La méthode patrimoniale,
- Les approches par les flux,
- Les approches comparatives.

### 1- L'évaluation par le patrimoine

Cette approche repose sur l'étude du bilan de l'entreprise. Il s'agit d'une étude statique qui permet d'évaluer l'entreprise à partir de ses actifs. Le montant des capitaux propres est estimé à partir de l'ensemble des avoirs de l'entreprise, diminué de l'ensemble de ses engagements réels ou potentiels. Cette démarche se fonde sur des éléments historiques et nécessite par conséquent de réaliser différents ajustements de façon à apprécier le plus justement possible la valeur de la société. Ainsi certaines corrections extracomptables seront réalisées afin de déterminer avec précision le patrimoine, les dettes ainsi que les résultats de l'entreprise.

Cette méthode présente certains inconvénients :

- Elle est longue et coûteuse et nécessite l'intervention de plusieurs experts pour chaque catégories de biens à évaluer ;
- L'évaluation des actifs n'est jamais objective et s'opère en fonction des critères très différents ;
- *Elle n'accorde qu'une faible part aux actifs immatériels.*<sup>2</sup> de ce fait elle n'est pas transposable aux entreprises à forte valeur ajoutée et à forte intensité capitalistique.

### 2- L'évaluation par les flux.

Cette approche valorise une entreprise à partir de ses propres perspectives de développement extériorisées au travers d'un plan d'affaires. Selon cette méthode, la valeur d'un actif est égale à la valeur actualisée des flux (liquidité, trésorerie, dividende, résultat ...). Ces flux doivent être actualisés pour donner une valeur actuelle qu'un investisseur est prêt à payer. Elle est souvent privilégiée pour évaluer une société dans la mesure où elle intègre à la fois les composants stratégiques, économiques et financiers de la société, ses perspectives de développement, ses niveaux de rentabilité prévisionnelle et l'exigence de rentabilité des apporteurs de fonds incluant les risques sectoriels et spécifiques.

La mise en œuvre de cette méthode revient à se poser la question suivante : « *Compte tenu du rendement généré par l'entreprise, combien suis-je disposé à investir ?* ». La détermination des flux se fonde sur un plan d'affaires obtenu ou établi sur la base d'une analyse financière et stratégique. Le flux obtenu doit être un flux dit « de trésorerie » ou « cash-flow ».

Cette méthode se heurte cependant au problème de la détermination du taux d'actualisation. Ce taux correspond au rendement minimal pour les apporteurs de fonds que l'entreprise devrait

---

<sup>2</sup> C'est la limite fondamentale de la méthode.

générer compte tenu de son risque. Ce taux est appréhendé à partir du cout moyen pondéré du capital, i.e. du cout moyen des différentes sources de financement de la société.

La limite fondamentale de cette méthode réside dans l'appréciation des performances futures de l'entité analysée.

### *3- L'évaluation par les multiples.*

Face à l'application limitée de l'évaluation patrimoniale et à la difficulté de réaliser un plan d'affaires raisonnable sur une période raisonnable, les méthodes analogiques constituent des approches alternatives couramment mises en œuvre. Ces méthodes consistent à considérer que la valeur d'une entreprise correspond à un multiple de son résultat ou de son chiffre d'affaires.

Le principe est simple. La valeur d'un actif est « toutes choses égales par ailleurs » sensiblement égale à la valeur des actifs comparables observées sur les marchés boursiers ou lors des transactions privées.

Autrement dit, ces méthodes reposent sur le postulat suivant. « Le marché financier valorise de manière similaire les entreprises d'un même secteur, ces entreprises ayant le même risque économique. ». En supposant que le marché est efficient, les cotations boursières reflètent l'appréciation quotidienne de la valeur des entreprises selon les investisseurs.

La mise en œuvre de cette approche se décompose en trois étapes :

- La constitution d'un échantillon de sociétés comparables appartenant au même secteur d'activité ayant une taille, une structure et un niveau de développement similaire ;
- L'identification des indicateurs de performances les plus pertinents permettant de calculer des multiples sectoriels ;
- L'application des multiples correspondants aux données financières de la société à évaluer.



# Chapitre II - Les Techniques d'appel de fonds.

---

Lever des capitaux constitue un impératif pour une entreprise en développement et souvent une nécessité dans une phase de restructuration. Aux techniques classiques d'appels de fonds que sont l'augmentation du capital et l'emprunt obligataire, s'ajoute aujourd'hui des montages plus sophistiqués et qualifiés de « nouveaux fonds propres » ou de « quasi fonds propres ». Le capital investissement enfin constitue une modalité particulière de financement par capitaux propres.

## I- Le financement par Capital.

### *1- Les augmentations de Capital.*

#### **1.1. Le contexte.**

L'octroi du crédit bancaire repose sur l'analyse de la solvabilité des entreprises et sur l'étude de leurs structures bilancielle. Un crédit peut être octroyé lorsque les fonds propres sont au moins égaux aux dettes. Dans ce contexte, les entreprises soucieuses d'accéder aux crédits bancaires vont chercher à présenter des bilans dont la structure soit à mesure de donner satisfaction à la fois aux banques et aux actionnaires. Ce qui revient à maximiser le niveau de leurs fonds propres.

Trois voies sont alors envisageables :

- 1- La maximisation du résultat net et la minimisation de la distribution des dividendes. Mais il faut noter que la maximisation du résultat est la conséquence des décisions de gestion prise durant l'exercice comptable écoulé. La minimisation de la distribution des dividendes est généralement perçue comme une solution théorique. ;
- 2- La réévaluation du bilan. L'entreprise réévalue économiquement ses actifs inscrits au bilan pour leur valeur nette comptable. Le remplacement par la valeur économique de la valeur nette comptable des biens de l'entreprise entraîne une augmentation de son actif, ce qui entraîne un écart de réévaluation qui est intégrée dans les fonds propres de l'entreprise. ;
- 3- L'augmentation de capital.

#### **1.2. Les différentes formes d'augmentation de capital.**

On distingue quatre formes d'augmentation de capital :

- 1- L'apport en numéraire. C'est la forme d'augmentation de capital à laquelle on pense le plus facilement. Les actionnaires achètent les actions nouvellement émises.
- 2- L'apport en nature. Au lieu d'apporter de la trésorerie, les actionnaires apportent d'autres actifs, généralement une immobilisation. Cette technique est directement utilisée par les groupes qui mettent en place des stratégies de prises de participation croisées.
- 3- La conversion des créances en actions. Cette forme d'augmentation de capital n'a pas d'impact sur la composition de l'actif de l'entreprise. Elle revient au contraire à convertir des dettes en actions. Les créanciers de l'entreprise en deviennent donc actionnaires. Cette forme d'augmentation de capital intervient dans deux cas :

1<sup>er</sup> cas : Conversion ou remboursement d'obligations en actions. L'obligataire renonce ainsi en sa qualité de créancier pour devenir actionnaire. Dès lors, l'entreprise fait l'économie des frais financiers engendrés par le paiement des coupons sur obligations, ce qui a pour effet d'améliorer son résultat comptable. En contrepartie, l'entreprise devra distribuer son dividende pour satisfaire son actionnariat.

2<sup>eme</sup> cas : le créancier sait que l'entreprise ne peut rembourser, dans ce cas :

→ L'entreprise est mise en redressement judiciaire qui aboutira qui aboutira éventuellement à la liquidation de l'entreprise. Dans ce cas, l'ensemble des actionnaires se partagent ce qui reste du patrimoine après revente de tous les actifs et paiements de toutes les dettes.

→ Les créanciers qui savent que la situation financière de l'entreprise est difficile et que sa mise en redressement judiciaire ne permettrait pas de les désintéresser totalement, préfère donner un ballon d'oxygène à l'entreprise en convertissant leurs créances en actions. Dès lors, ils ont espoir que l'entreprise se redressera et qu'ils retrouveront le montant de leurs créances en revendant leurs actions.

- 4- L'incorporation des réserves. Cette forme d'augmentation de capital n'accroît pas les fonds propres de l'entreprise, c'est seulement une modification de leur composition, les réserves étant transformées en capital et donnant lieu à la création d'actions gratuites.

### **1.3. La prime d'émission.**

Le capital social est égal au produit des nombres d'actions émises par la valeur nominale des actions. Or rien n'oblige la société procédant à une augmentation de capital à valoriser l'action au nominal. On peut à ce propos considérer en se plaçant dans une optique liquidative que la valeur de l'entreprise correspond à ce qu'il reviendrait aux actionnaires en cas de vente de tous les actifs et de paiements de toutes les dettes. Dès lors, la valeur de l'action est obtenue en effectuant le rapport entre les fonds propres de la société et le nombre d'actions déjà émises.

Supposons qu'une entreprise bénéficie d'une augmentation de capital par apport en numéraire de 1000 f, son capital est actuellement composé de deux actions de 100 f de valeur nominale, le passif contient 300 f de réserves. La valeur patrimoniale de l'entreprise est alors de 500 f. Il est par conséquent légitime de valoriser l'action à 250 f i.e.  $500 \div 2$ . Dès lors l'augmentation de capital prévue se traduira par l'émission de 4 actions nouvelles ( $1000 \div 250$ ), engendrant :

- Une augmentation de capital social de 400 f ( $4 \times 100$ ), lequel passe alors de 200 f à 600 f ;
- La création d'une prime d'émission de 600 f correspondant à l'écart entre d'une part le montant global de l'augmentation de capital se retrouvant dans la trésorerie de l'entreprise, d'autre part l'augmentation de la valeur du capital social.

### **1.4. Droits de souscription et Droits d'attribution.**

Rien n'oblige un actionnaire à participer à une augmentation de capital. Or s'il ne participe pas à l'opération, son influence du point de vue du poids sur la société diminue et sa quote-part dans les bénéfices de la société diminue également compte tenu de l'augmentation du nombre d'actions composant le capital. Il importe donc que l'actionnaire qui n'y participe pas obtienne une compensation financière. Par ailleurs, si l'actionnaire veut participer à l'opération, il convient de lui donner la priorité afin de lui éviter d'être involontairement dilué. Ces différents problèmes sont

résolus par l'émission de **droits préférentiels de souscription**. Ainsi pour participer à une augmentation de capital par apport en numéraire, il convient de présenter un certain nombre de droits de souscription, lesquelles sont remis gratuitement aux anciens actionnaires au prorata de leur participation dans le capital. Ainsi une action déjà détenue permet d'obtenir un droit de souscription. En outre la valeur du droit de souscription qui peut donc être revendue, permet de compenser la baisse de valeur de l'action provoquée par l'effet de dilution.

Ainsi, en notant C, le cours de l'action avant l'augmentation de capital ; E, le prix d'émission des nouvelles actions ; n, le nombre d'actions émises à l'occasion de l'augmentation de capital ; N, le nombre d'actions composant son capital avant son augmentation

$$DS = C + \frac{NC + nE}{N + n} = \frac{n}{N + n}(C - E)$$

Il est à noter que si l'opération correspond à une distribution d'actions gratuites, E = 0. Et le droit préférentiel porte le nom de droit d'attribution, dès lors :

$$DA = \frac{nC}{N + n}$$

Cas d'application : Une entreprise au capital de 2500 actions cotées 200 f décide de distribuer 1500 actions gratuites par incorporation des réserves. Un actionnaire qui détient 50 actions souhaite en détenir 210 de plus. Combien devra-t-il débours ?

### 1.5. L'introduction en bourse.

Le principal intérêt d'une introduction en bourse est d'accroître la possibilité de lever des fonds en quantité importante. Cette possibilité résulte du fractionnement de l'actionnariat puisque le risque lié à l'entreprise est répartie sur la masse des actionnaires. Chacun d'entre eux pouvant d'ailleurs diversifier ce risque par des participations équilibrées.

L'appel public à l'épargne présente en outre l'avantage de constituer un baromètre de la bonne gestion de l'entreprise cotée, véritable stimulant de la direction.

Deux inconvénients qui peuvent être aussi être présentés positivement selon le point de vue adopté viennent nuancer ces avantages.

- ➔ L'obligation d'information qui outre son coût, astreint l'entreprise à divulguer des informations qu'elle préférerait parfois garder confidentielles. Cela constitue un intérêt pour un concurrent, un créancier ou un actionnaire. ;
- ➔ Le risque d'une perte de contrôle.

Il existe plusieurs possibilités pour l'introduction. Nous allons rappeler que la procédure ordinaire, un prix minimum et une quantité de titres sont proposés au marché. Deuxièmement la procédure de mise en vente. Les ordres d'achat sont centralisés par la société de bourse à un cours limité après publication d'un cours minimal et les échanges de titres ont lieu dès la première séance dans une fourchette de cours qui élimine tous les ordres passés à des cours inférieurs. Le coût de l'introduction varie suivant le marché et l'effort de communication engagé.

## 2- Les Nouveaux Fonds Propres.

Les nouveaux fonds propres ont connu un fort développement ces dernières années, qu'il s'agisse des produits dérivés de l'obligation ou de l'action, de titres participatifs ou subordonnés ou de certificats d'investissement. Ces innovations se poursuivent soit par apparition de nouveaux produits en fonction des besoins des entreprises, soit par combinaison de produits existants.

### 2.1. Le développement des nouveaux fonds propres

Jusqu'à la fin des années 1960, la distinction traditionnelle actionnaire-prêteur avait un sens. Le premier courait tous les risques de l'entreprise, était rémunéré par un dividende, avait la perspective de plus-value en capital et possédait une part du pouvoir sous forme de droit de vote rigoureusement égale à sa part de capital dans l'entreprise. Le second ne courait du moins apparemment aucun risque avec la certitude d'un rendement assuré et d'un remboursement à l'échéance convenue. Cette distinction est devenue totalement insuffisante avec l'apparition de nouveaux produits couvrant toute une palette depuis le fonds propre traditionnel jusqu'à la dette. On parle alors de *nouveaux fonds propres* ou encore de *quasi fonds propres*, lorsque leur aspect dette ne peut pas être occulté. Ces produits souvent importés des marchés anglo-saxons, reflètent l'imagination et le sens de l'innovation des financiers à la recherche de l'ingénierie financière idéale.

En effet lorsqu'une entreprise décide de faire appel au marché pris au sens large, qu'il s'agisse d'émission publique ou de placement privée<sup>3</sup>, elles se trouvent au cœur d'exigences parfois contradictoires selon les différentes parties en présence.

Du point de vue de l'émetteur i.e. l'entreprise, elle cherchera à lever des capitaux au coût le plus faible possible en évitant de trop changer la géographie de son capital et en conservant intacte ses capacités d'endettement.

Du point de vue des anciens actionnaires, ceux-ci voudront se protéger d'une trop grande dilution. Mais l'opération pourra être aussi l'occasion de rémunérer différemment les actionnaires-dirigeants des actionnaires non dirigeants.

L'émission peut revêtir également des caractéristiques différentes selon qu'elle est tournée ou non vers les anciens actionnaires.

Du point de vue des souscripteurs, les intérêts peuvent être très divergents, selon qu'on soit souscripteur-spéculateur *qui préfère des produits très sensibles à grande volatilité et à effet de levier important*, ou spéculateur père de famille à *la recherche des produits moins risqués à rendement garanti avec une bonne liquidité*.

On conçoit dès lors que le produit idéal n'existe pas, qu'il faut faire du « sur-mesure », mais que la sophistication et l'optimisation fiscale trouve des limites notamment dans la perception du produit par les futurs souscripteurs.

La panoplie offerte actuellement résulte de trois évolutions :

- 1- Dissociation des caractéristiques traditionnelles de l'action ;

---

<sup>3</sup> Pour les sociétés non cotées.

- 2- Création des valeurs mobilières hybrides tenant à la fois de la dette et des fonds propres tel que les Obligations à Bon de Souscription d'Actions (OBSA), les Actions à bon de souscription d'obligations convertibles (ABSOC) ;
- 3- Promotion de produits de type dettes au rang de quasi-fonds propres tels que les titres subordonnés et les obligations convertibles.

## **2.2. Les produits dérivés de l'obligation**

### **2.2.1. L'OBLIGATION CONVERTIBLE (OC)**

Ce produit a fait son apparition en France en 1967 et dérive directement de l'obligation classique. Elle donne le droit d'obtenir, par conversion, des actions de la société émettrice. Elle a des avantages et des inconvénients tant pour l'émetteur que pour le souscripteur.

Du point de vue de l'émetteur, l'opération peut d'abord s'analyser comme un endettement à des conditions avantageuses. Pour l'entreprise le risque principal reste celui de non conversion du fait d'anticipation négative sur l'évolution de la valeur marchande de l'action. Dans ce cas, l'emprunt obligataire ne sera pas transformé en capitaux propres et restera une dette qui devra être amortie.

La plus part des émetteurs insère désormais dans le contrat d'émission, des clauses d'amortissement anticipé permettant de provoquer la conversion bien avant l'échéance. Cette disposition ne doit pas être interprétée comme une mesure pour forcer la conversion mais comme une disposition de régulation de la valeur marchande des titres.

Du point de vue du souscripteur, l'obligation convertible donne à son souscripteur une double qualité. Celle d'obligataire jouissant avec un faible risque d'un rendement minimal et d'une bonne liquidité, celle d'actionnaire potentiel avec une espérance de gain en capital. Cependant l'évolution de l'obligation convertible cotée en bourse peut être tributaire de la hausse des taux d'intérêt et de la baisse du cours des actions de la société émettrice, ce qui rend le produit beaucoup moins attractif.

Dans le cas particulier des entreprises non cotées, l'obligation convertible présente quelques particularités liées précisément à l'absence de cotation. La valeur du titre repose sur une négociation et non sur des données objectives telles que la moyenne des cours en bourse. Fréquemment l'obligation convertible permet de survaloriser l'entreprise en jouant sur son redressement.

Comme dans le cas des obligations convertibles cotées, le taux à l'émission est généralement inférieur à celui des emprunts à long terme, mais il est prévu en cas de remboursement une prime de non conversion qui assure au souscripteur un rendement au moins équivalent à celui d'un prêt à long terme.

### **2.2.2. LES OBLIGATIONS REMBOURSABLES EN ACTIONS (ORA)**

Elles obéissent à la même logique que les obligations convertibles mais avec une différence fondamentale. En effet, à l'échéance de l'emprunt, le remboursement se fait obligatoirement sous forme de titres de la société émettrice et non en numéraire. L'augmentation de capital toujours aléatoire dans le cas des obligations convertibles devient certaine avec les ORA. Ceci explique le traitement comptable qui leur est réservée alors que certains analystes traitent les obligations

convertibles pour moitié comme des fonds propres en se basant sur une forte probabilité de conversion. Les ORA seront d'entrée considérée en totalité comme des fonds propres. Sans avoir la fréquence d'utilisation des OC, l'ORA est assez classiquement pratiquée par les grandes sociétés cotées et elle reste peu utilisée dans le secteur peu cotée.

### **2.2.3. LES OBLIGATIONS A BON DE SOUSCRIPTION D' ACTIONS (OBSA).**

Ces produits ont été créés en France en 1983 par la loi DELORS. L'OBSA est une obligation à laquelle sont attachés un ou plusieurs bons donnant la faculté de souscrire des actions à un prix déterminé appelé **prix d'exercice**. Ce choix peut s'exercer durant une période donnée de durée généralement inférieure à celle de l'obligation d'origine. Ce BSA s'analyse comme une option d'achat. Après l'émission, obligation et bon sont séparés et vivent indépendamment l'un de l'autre. C'est ici que réside la grande différence entre les OC et les OBSA.

Les avantages pour l'émetteur sont clairs. Avec un seul produit dont en économisant sur certains frais légaux et de gestion, ils réalisent immédiatement un emprunt obligataire à un coup attractif du fait de la présence des bons de souscription d'action et à l'assurance raisonnable si l'entreprise et son titre marche bien de concrétiser à terme, une ou plusieurs augmentations de capital.

Pour le souscripteur, l'effet de levier du bon par rapport à l'action en cas de valorisation de l'action sous-jacente, présente un attrait spéculatif indéniable.

### **2.2.4. LES AUTRES PRODUITS DERIVES DE L'OBLIGATION.**

De très nombreux produits peuvent être dérivés de l'obligation dans le prolongement des OC et des OBSA etc.... on peut ainsi citer :

- Les Obligations convertibles à bon de souscription d'actions (OCBSA)
- Les Obligations remboursables en actions à bon de souscription d'actions (ORABSA)

Ces produits relativement complexes sont surtout à la portée des grandes sociétés multinationales.

## **3. Les produits dérivés de l'action.**

### **3.1. Les ABSA**

Les émissions d'actions à bon de souscription d'actions combinent l'augmentation de capital classique avec des BSA. A chaque action nouvelle est attachée un ou plusieurs bons qui donnent droit à souscrire des actions dans des conditions fixées par le contrat d'émission notamment le prix et la période d'exercice.

Pour l'émetteur, l'ABSA permet de réaliser en une seule opération une ou plusieurs augmentations de capital dont la première est certaine et attractive grâce à la présence des bons. Les autres seront réalisées intérieurement au fur et à mesure de l'exercice des bons. Les anciens actionnaires, s'ils ont souscrit aux ABSA ont la possibilité de revendre les actions nouvelles tout en conservant les BSA i.e. un potentiel de valorisation.

Pour le souscripteur, deux éléments doivent être pris en considération :

- 1- La prime i.e. la différence en pourcentage entre le prix de revient d'une action acquise par exercice immédiat du bon et le prix de marché de l'action. Le bon sera d'autant plus intéressant que l'écart entre ces valeurs sera faible.
- 2- L'Effet de levier, définie comme le rapport du cout d'acquisition direct d'une action sur le cout d'acquisition du bon de souscription d'actions. Le bon sera d'autant plus intéressant que l'effet de levier est important.

### 3.2. *Les Actions Privilégiées.*

Les actions privilégiées sont émises par la société soit à sa création soit en cours d'existence et jouissent d'avantages pécuniaires par rapport aux actions ordinaires. La rupture avec le principe de l'égalité entre actionnaire n'est qu'apparente. La loi reconnaît en fait le droit pour la société de créer diverses catégories d'actions adaptées à ses besoins. L'égalité de traitement entre actionnaire devant être assurée à l'intérieur d'une même catégorie. Ces actions privilégiées encore appelées *actions de priorité* ou parfois *actions de préférence* peuvent revêtir trois formes principales :

- 1- **Actions de Priorité Pécuniaire (APP)** : les avantages offerts sont essentiellement pécuniaires et peuvent consister en :
  - **Un droit d'antériorité sur les bénéfices** : ce qu'on appelle ici **dividendes préciputaires** ;
  - **Un droit d'antériorité sur l'actif en cas de liquidation**
  - **L'attribution d'un pourcentage plus important de bénéfice ou d'actif ;**
  - **L'octroi d'un dividende cumulatif.**

Cependant l'appellation d'APP nécessite de respecter la procédure de justification et doit faire l'objet d'une inscription dans les statuts. Très rarement utilisées pour les sociétés cotées, le recours aux actions de priorité est un moyen pour les sociétés en difficulté de rassurer le souscripteur en lui offrant un dividende qui doit être payé dès qu'il y a bénéfice distribuable. En revanche, les Actions de priorité sont utilisées dans les sociétés non cotées dans le cadre de montages particuliers et notamment lorsque l'entreprise fait appel à un investisseur en capital-investissement.

- 2- **Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADPSDV)** : cette catégorie d'actions privilégiées apparaît en France dans la loi MONORY en 1978. Elle comporte une innovation essentielle : *la privation du droit de vote avec une contrepartie pécuniaire*. Ce n'est donc plus une action au sens traditionnelle, mais pas encore une obligation. En effet il lui manque deux attributs de celle-ci : « créances remboursables à date connue et intérêts indépendants des résultats ». ces titres permettent de renforcer les capitaux propres des entreprises sans toucher aux rapports de pouvoir et aux majorités en place. Cependant, le montant des ADPSDV est limité à 25 % du capital. Le dividende prioritaire est prélevé sur le bénéfice distribuable de l'exercice avant tout autre affectation donc avant dotation de toute réserve autre que la réserve légale. Le dividende prioritaire est obligatoirement cumulatif. En cas d'insuffisance de bénéfice distribuable, le montant non distribué est exigible au cours des exercices ultérieurs. Lorsque ce dividende prioritaire n'a pas été versé intégralement au cours des 3 derniers exercices, le droit de vote est rétabli. Il subsiste jusqu'à expiration de l'exercice au cours duquel le dividende prioritaire aura été intégralement versé. À titre collectif, les porteurs sont représentés pour la défense de leurs intérêts dans une AG. Le point le plus important est le droit de veto en cas de fusion ou de scission.

- 3- **Les actions à droit de vote double** : elle a été autorisée en France en 1968 et sa création doit résulter soit des statuts soit d'une assemblée générale extraordinaire. De telles actions doivent être inscrites dans le registre des actions nominatives de la société et être libérées intégralement. Ce vote double peut être réservé statutairement à certaines catégories d'assemblées (AGO ou AGE). Le droit de vote double attaché aux actions constitue un moyen très puissant de contrôle du capital.

### ***3.3. Les Actions à bon de souscription d'Obligations convertibles. (ADSOC).***

Ici, le bon de souscription permet à la différence de l'ABSA de souscrire à une obligation convertible de la société émettrice. Ce système permet d'étaler dans le temps l'émission des obligations convertibles et donne la possibilité aux actionnaires qui le souhaitent de négocier sur le marché secondaire leurs bons de souscription. La logique est celle d'une double augmentation du capital. La première, certaine, est immédiate ; la seconde, incertaine, est différée puisque dépendante de l'exercice ou non des bons puis de la conversion ou non des OC. Ce produit compliqué ne semble avoir été utilisé jusqu'ici que par quelques groupes.

### ***3.4. Les Actions à Bon de Souscription d'Actions avec Faculté de Rachat. (ABSAR).***

L'action est assortie d'un bon qui s'il n'a pas été exercé à l'échéance peut être racheté par la société à un prix déterminé par le contrat d'émission. Ce produit comporte des avantages tant pour l'émetteur que pour le souscripteur.

Pour l'émetteur, la faculté de rachat offerte au souscripteur permet par rapport aux augmentations de capital classique :

- De définir un prix d'émission relativement élevé ;
- De fixer un prix d'exercice du bon relativement plus élevé ;
- Donc de limiter la dilution ;
- D'améliorer sa structure financière puisque le produit est réellement intégré aux fonds propres.

En outre, l'émetteur prévoit une clause de « clôture anticipée » qui lui permet de racheter les bons si les titulaires de ceux-ci ne souhaitent pas les exercer.

Pour le souscripteur, l'ABSAR paraît plus avantageux que l'ABSA à un double titre.

- Sécurité sur la valeur du bon plus qu'il est remboursable ;
- Actualisation de la valeur du bon lors du remboursement de celui-ci.

## ***4. Les Bons de Souscription.***

Les sociétés peuvent émettre des bons qui donnent le droit de souscrire à un prix préfixé des titres représentant une cote part du capital (indépendamment de tout support tels que les actions ou les obligations). Il s'agit de bons de souscription autonomes. Ce produit appelle « warrant » chez l'anglo-saxonne donne au titulaire un droit de souscription qui peut s'appliquer à toutes les valeurs



mobilières susceptibles d'être émises par une société (Actions ou Obligations). Pour l'émetteur, les bons autonomes permettent de différer l'augmentation de capital avec une rentrée d'argent immédiate. Il peut s'agir également d'une technique d'autocontrôle de la société, puisque avec la mise de fonds initiale limitée, les bons placés entre de bonnes mains représentent une option sur les droits de vote. Lorsqu'ils sont émis par des sociétés non cotées, le système peut être utilisé comme « Stock-Options », ou encore pour permettre des possibilités de revalorisation de la société dans les opérations de Capital-Investissement.

Du point de vue des souscripteurs, le caractère spéculatif des bons peut être très attractif, comme déjà pour les OBSA et les ABSA. La procédure d'émission de ces bons est tout à fait classique avec cependant une disposition spécifique peu contraignante. Dans le cas de renonciation au Droit Préférentiel de Souscription, le délai maximal d'émission des bons est de 1an et les titres doivent être émis dans un délai maximal de 5 ans, à compter de l'émission de ces bons.

Dans le traitement comptable et fiscal, les bons autonomes sont intégrés dans les capitaux propres s'ils sont exercés et ne sont considérés comme des bénéfices imposables qu'à l'échéance s'ils n'ont pas été utilisés.

#### *4- Les titres participatifs et les titres subordonnés.*

Ces produits sont considérés comme des quasi fonds propres, notion qui fait leur unité malgré les particularités et des spécificités affirmées.

##### *4.1. Les titres participatifs.*

C'est une nouvelle catégorie de valeurs mobilières réservée aux entreprises du secteur public, aux établissements publics à caractère industriel et commercial, aux coopératives et aux mutuelles d'assurances. L'objectif politique visé par ces nouvelles valeurs mobilières émises par le secteur public était triple :

- Diminuer la ponction exercée sur les entreprises par le marché obligataire et sur le budget de l'État.
- Ne pas modifier le contrôle étatique de l'entreprise ;
- Imposer au management dans la mesure où les titres sont cotés en bourse une contrainte de gestion.

Ces titres sont pour l'essentiel des obligations. Toutefois leur caractère indéniable de quasi fonds propres résulte de trois éléments. :

- 1- Les titres ne sont remboursable qu'en cas de liquidation de la société ou à son initiative mais pas avant un délai de 7 ans ;
- 2- La disposition de subordination, en effet, les titres participatifs ne sont remboursés qu'après désintéressement de tous les autres créanciers privilégiés ;
- 3- La rémunération n'est pas fixe. Elle comporte deux parties. Une partie dite fixe mais qui peut-elle même être indexée sur une référence variable, et une partie variable dont l'assiette ne peut être supérieure à 40% du montant nominal du titre.

Pour l'émetteur, en cas de forte amélioration des performances de l'entreprise, les titres participatifs peuvent devenir très onéreux. D'où parfois, le recours à des formules de rémunérations très complexes ou à des clauses de remboursement par anticipation à des prix déterminés au-delà de 7ans.

Pour le souscripteur, il s'agit d'un produit sûr, du fait de l'importance de la partie fixe et des critères objectifs et contrôlables, retenus pour déterminer la partie variable.

#### 4.2. *Les Titres Subordonnés.*

La notion de subordination de créances est liée au fait que lors de l'émission de ces titres qu'en cas de liquidation, leur remboursement n'a lieu qu'après désintéressement des autres créanciers à l'exclusion des titulaires des prêts participatifs et des titres participatifs. Leur remboursement est donc subordonnée à celui des autres créances et cette subordination est la notion clé qui qualifie ces titres et permet de les assimiler à des fonds propres.

Dans la pratique, les émetteurs ont tout intérêt à s'entourer des meilleures garanties juridiques pour réaliser ce type d'émission.

La nature de ces titres est tout à fait ambiguë, certains éléments font pencher vers la dette telle que la rémunération selon un taux d'intérêt fixe ou variable. (Remboursement des titres, déductibilité fiscale de la rémunération servie.). D'autres éléments militent en faveur de l'interprétation comme fonds propres notamment *le caractère perpétuel de la ressource, l'existence des titres subordonnés complexes donnant accès à une quote-part du capital*. Ces titres peuvent donc être légitimement qualifiés de quasi fonds propres. Les émissions de ces titres ont rencontré un grand succès et sont toujours utilisées pour les raisons fort diverses :

- Pour les émetteurs bancaires, il s'agit de se procurer des fonds en améliorant les ratios COOKE, mais sans augmentation de capital ;
- Pour les entreprises du secteur public, les titres subordonnés sont le moyen d'obtenir des quasi fonds propres sans remise en cause de l'actionnariat.
- Pour tous les émetteurs, le coût de telles émissions peut paraître attractif du fait des formules d'indexation de la rémunération très généralement pratiquée et des dispositions fiscales appliquées à ce type d'opérations.

Il faut signaler en outre que l'ingénierie financière appliquée à ce type d'opérations se traduit par un coût fixe non négligeable.

#### 5. *Les certificats d'investissement.*

Ce produit démembré l'action traditionnelle en deux parties. L'une, *le certificat d'investissement représentatif des droits pécuniaires*, l'autre, *le certificat de droit de vote*, porteur des autres droits attachés aux actions. Selon ses promoteurs, les CI sont destinés non seulement aux entreprises publiques, mais aussi aux entreprises privées cotées ou non. Dans le secteur public, les CI permettent un apport de fonds propres privés sans bouleversement du contrôle étatique. Dans le secteur privé, ils offrent d'intéressantes possibilités pour organiser le verrouillage du capital, la transmission de l'affaire ou l'association des salariés aux résultats de l'entreprise. Initialement, leur création pouvait résulter soit d'une scission d'actions existantes, soit d'une émission nouvelle par augmentation du

capital. Seul subsiste aujourd'hui cette deuxième possibilité compte tenu de leur finalité, i.e. apport en fonds propres avec maintien du contrôle.

Les règles pour l'émission des certificats d'investissements sont très proches de celles prévues pour les augmentations de Capital. Les CDV sont réparties entre les porteurs d'actions et les porteurs de CDV s'il en existe au prorata de leurs droits.

#### 1. Droits des titulaires des certificats d'investissement.

Les certificats d'investissement sont des titres négociables librement cessibles pouvant revêtir la forme nominative ou au porteur au gré des détenteurs. Les détenteurs bénéficient principalement de droits pécuniaires sur les résultats de l'entreprise (dividendes), Du fait de la décote du certificat d'investissement par rapport à l'action, du fait en partie à l'absence du droit de vote. Les porteurs des certificats d'investissement bénéficient par rapport aux actionnaires d'un rendement plus élevé. Les titulaires possèdent en outre, un droit préférentiel lors des opérations sociales en cas d'augmentation de capital en numéraire ou par incorporation des réserves.

#### 2. Droits des titulaires de Certificats de droit de vote (CDV).

La prérogative essentielle des CDV est le droit de vote aux assemblées sociales. Le CDV doit revêtir obligatoirement la forme nominative, ce qui est cohérent avec l'objectif de défense du contrôle recherché. Dans la plupart des cas, l'actionnaire majoritaire conservera les CDV obtenus lors de l'émission des certificats d'investissement sans répondre à l'appel de fonds. Le CDV ne peut être cédé qu'accompagné d'un CI. Toutefois, il peut être également cédé au porteur du CI. La cession entraîne de plein droit, reconstitution de l'action dans l'un et l'autre cas. L'action est également reconstituée de plein droit entre les mains du porteur d'un CI et d'un CDV.

# Chapitre 3 : Les Rapprochements, les Reprises et les Restructurations des entreprises.

---

Que ce soit dans une logique industrielle et commerciale ou purement financière, les opérations de rapprochement et de reprise sont aujourd'hui courantes. En dehors des aspects économiques et financiers, ces opérations doivent suivre un certain formalisme juridique et peuvent bénéficier dans certains cas, d'avantages fiscaux. Les opérations de restructuration interviennent lorsque l'entreprise est confrontée à de graves difficultés. Le législateur a prévu diverses procédures pour les prévenir ou les assainir.

## Section 1 : les Rapprochements d'entreprise.

Le rapprochement d'entreprises peut avoir de multiples finalités. Atteindre une taille critique, rationaliser la production, générer des économies d'échelle, ou des synergies en termes de compétences, de gamme de produits ou d'implantation, améliorer la rentabilité. Outre des problèmes humains, techniques ou d'organisation, ce type d'opération donne lieu à des difficultés d'ordre juridique, financier et fiscal ; Notamment :

- 1- L'évaluation des apports effectués et leur rémunération. Ce qui suppose l'évaluation des entreprises concernées et la définition de parités d'échanges de façon à ne pas léser les actionnaires de celle-ci.
- 2- La détermination des droits d'enregistrement et de l'imposition des plus-values en fonction de la nature juridique de l'opération.

Les considérations juridiques, fiscales et financières sont impliquées, d'où la nécessité de recourir à des spécialistes lorsque de telles opérations sont envisagées. Différentes modalités permettent de rapprocher deux entreprises selon que ce rapprochement est total (fusion) ou partiel (Apport partiel d'actifs ou scission). Ces deux dernières opérations pouvant relever du régime fiscal de la première.

### 1- La Fusion.

La fusion est l'opération par laquelle deux ou plusieurs sociétés se réunissent pour n'en former qu'une seule. La fusion peut résulter soit *de la dissolution de sociétés apporteurs aboutissant à la création d'une nouvelle société*, soit *de l'absorption d'une société par une autre*, cas le plus courant (Fusion absorption), la société absorbée disparaît.

La fusion entraîne par conséquent la transmission universelle du patrimoine et la dissolution des sociétés absorbées ou apporteurs. Les associés de la société absorbée ou apporteur deviennent associés de la société absorbante ou nouvelle.

Les principales étapes de la procédure de fusion sont les suivantes :

- Le projet de fusion est élaboré entre les sociétés concernées et approuvées par les conseils d'administration ou directoires respectifs.
- Sur requêtes des sociétés, le président du tribunal de commerce désigne les commissaires à la fusion de chacune d'elles et le commissaire aux apports de l'absorbante. Les commissaires à la fusion sont chargés de vérifier les modalités de l'opération. En veillant notamment à la rémunération équitable des apports. Le commissaire aux apports évalue les apports en nature et avantages particuliers. Le projet de fusion leur est communiqué et est déposé aux greffes
- Une Assemblée Générale Extraordinaire est convoquée dans chaque société aux fins d'approbation sur le projet définitif établi par le conseil d'administration.
- Détermination de la parité et de la prime de fusion. En échange de l'apport réalisé, les actionnaires de la société absorbée ou apporteuse vont recevoir de la société absorbante ou nouvelle, des titres émis par celle-ci. Pour réaliser cet échange, il convient de déterminer le rapport d'échange ou parité. Cette parité permettra comme dans le cadre d'une augmentation de capital ou d'un apport d'actifs d'établir l'existence d'une prime appelée ici prime de fusion lorsque la valeur réelle des titres est supérieure à la valeur nominale. Il est donc nécessaire au départ, d'évaluer les apports Actif et Passif de l'absorbée et la valeur des titres de l'absorbante remis en contrepartie. La loi ne précise aucune méthode particulière d'évaluation mais l'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC), la Valeur de Rendement assise sur les bénéfices moyens et la capitalisation boursière pour les sociétés cotées sont le plus souvent utilisés. Le choix fait bien sur l'objet d'un compromis entre les parties. Plusieurs cas peuvent être distingués selon les relations financières entre les sociétés.
  - 1<sup>er</sup> cas, si elles sont indépendantes, il n'y a pas de problèmes particuliers.
  - 2<sup>eme</sup> cas s'il existe des participations entre elles, il faudra tenir compte dans l'évaluation d'une société du fait qu'une partie de son patrimoine (immobilisations financières) est fonction de la valeur de l'autre. Dans le cadre d'une fusion absorption, l'analyse de la participation dans les sociétés indépendantes ne cause aucun problème particulier.

Une fusion se traduisant notamment par une augmentation de capital ou la création d'une société et la constatation de plus-values, un régime fiscal de faveur a été institué par le législateur pour éviter de décourager les regroupements d'entreprises en considérant que la société absorbante ou créée ne fait que poursuivre l'activité économique de la société absorbée ou des sociétés dissoutes.

## *2- L'Apport partiel d'actifs.*

Cette opération consiste pour une société à apporter les éléments de son actif à une société nouvelle ou existante et de recevoir en contrepartie des titres émis. Par la société bénéficiaire de l'apport. Il est nécessaire de procéder à une évaluation de l'apport et la décision d'apport est soumise à un certain formalisme comme dans le cas de la fusion. Contrairement à elle, la société apporteuse continue d'exister. Cette opération peut bénéficier sous certaines conditions du régime fiscal des fusions notamment si l'apport consiste en une branche d'activité complète et si les titres remis en contrepartie de l'apport sont conservés pendant 5 ans. Cette opération de restructuration est assez courante pour regrouper des activités complémentaires ou pour dissocier différents actifs dans une société en particulier pour mettre les actifs immobiliers à l'abri des aléas de l'exploitation commerciale.

### 3- La scission

Il existe deux types de scissions.

- Les scissions proprement dite où une société est dissoute et son patrimoine est repartit entre plusieurs sociétés créées qui constituent leur capital en contrepartie de l'apport.
- Les scissions-fusions où le patrimoine de la société dissoute est apporté à plusieurs sociétés existantes, qui augmentent leur capital en contrepartie de l'apport.

Les titres émis sont remis aux anciens actionnaires de la société dissoute comme dans le cas des fusions.

Ce type d'opération est souvent utilisé pour la restructuration des groupes industriels. Elle permet de recomposer les activités d'un groupe en scindant et regroupant différentes directions, branches ou unités de production. La scission est soumise à un formalisme juridique similaire à celui des fusions et requiert généralement la désignation d'un commissaire à la fusion et d'un commissaire aux apports.

Dans la législation française, si un agrément ministériel est obtenu pour l'opération, La scission bénéficie du régime fiscal de faveur des fusions, sinon, elle est soumise au régime de droit commun. L'opération s'analysant alors comme la dissolution d'une société pour la société scindée et la constitution d'apports pour les sociétés bénéficiaires de cet apport.

## Section 2 : Les reprises d'entreprise

La reprise d'une entreprise peut prendre plusieurs formes selon la nature du repreneur et la forme de la reprise.

### 1- Les cessions de Blocs de contrôle.

Il s'agit de la cession d'un bloc de titres, assurant habituellement la majorité et le pouvoir dans l'entreprise. Cette cession de majorité permettant la transmission de l'entreprise, elle a souvent été interprétée par l'administration fiscale comme la mutation d'un fonds de commerce et la création d'un être moral nouveau avec les impôts directs et indirects qui en découlent. Une cession de titres implique de la part de l'acquéreur une certaine précaution, notamment :

- la rédaction d'un protocole en particulier les clauses de garanties de l'actif,
- La démission du dirigeant ;
- Les clauses de non concurrence ;
- La garantie de la clientèle etc...

Si l'entreprise est cotée, la cession doit suivre la réglementation édictée par la commission des opérations boursières de façon à protéger les actionnaires minoritaires. Une demande préalable doit être adressée à la commission des opérations boursières qui décident si la quotité cédée représente un bloc de contrôle. L'acquéreur devrait alors racheter en bourse toute action proposée au même cout que celui qui est dans la cession. Cette forme de prise de contrôle suppose une certaine concentration du capital à la différence de l'offre publique plus adaptée en cas de forte dilution du capital ou d'hostilité des détenteurs d'un bloc de contrôle.

## *2- Les Offres Publiques.*

L'offre publique est la procédure qui permet à une personne publique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir ou de céder tout ou partie des titres d'une société cotée. Cette décision générique dépasse le seul cas sans doute le plus connu, et le plus fréquent, **Les OPA-OPE** et recouvrent en fait toutes les situations depuis la participation minoritaire, l'accès progressif au contrôle, le contrôle majoritaire et le contrôle total de la société. Ces opérations et principalement les OPA sont devenues très importantes car elles seules permettent la nécessaire mobilité des capitaux de l'entreprise cotée. Il s'agit d'opérations patrimoniales de transfert de propriété entraînant les modifications profondes de l'actionnariat et dans de nombreux cas, un changement complet du contrôle de la société. Du point de vue des entreprises concernées, les OP sont des événements exceptionnels, parfois traumatisants. En tout cas irréversibles et prélude à des réorientations politiques et stratégiques.

De telles opérations s'effectuent régulièrement dans les pays à économie libérale où existe bien évidemment des bourses de valeurs et un marché financier actif. Pour des raisons culturelles et législatives, la pratique et la fréquence des OP diffèrent très fortement d'un pays à l'autre.

On rencontre schématiquement :

- Les pays à OP très fréquents, c'est le cas des pays anglo-saxons (GB, USA, CANADA...) où plusieurs centaines d'opérations se déroulent chaque année.
- Les Pays à OP relativement fréquents, c'est surtout le cas de la France où on dénombre chaque année quelques dizaines d'opérations.
- Les pays où les OP sont exceptionnelles et quasi impossibles, c'est le cas des pays tels que l'Allemagne, le suède, le Pays-Bas, le Japon. Dans ces pays, le verrouillage culturel relatif du capital empêche toute prise de contrôle.

### *a- Caractéristiques générales des Offres Publiques.*

Les OP ont plusieurs caractéristiques :

- Le Caractère Hostile ou amical. Dans le cas des OPA et OPE, l'objectif de l'initiateur étant une prise de contrôle de la société visée. Celle-ci peut s'effectuer contre la volonté des dirigeants et actionnaires, on parle alors d'**OPA hostile ou agressive** par opposition aux **opérations amicales**. Cette distinction conserve une certaine valeur même si l'opposition amicale-inamicale est sujette à évolution.
- Les OP sont le terrain privilégié de la publicité et de la communication financière. Il s'agit en effet de vendre à l'opinion publique : l'action, de séduire les actionnaires minoritaires, de les convaincre d'apporter leurs titres à tels initiateurs ou enchérisseurs.

### *b- Finalité.*

L'aspect médiatique ne doit pas occulter la finalité essentielle des opérations. Une première distinction a été faite entre une logique purement financière et une logique d'industrielle.

Dans la première logique, l'acquéreur utilise sa trésorerie et les outils financiers pour prendre le contrôle de la société en utilisant comme argument essentiel, la mauvaise utilisation des actifs de la

société cible et dont la nécessité d'une restructuration en profondeur. Les reventes d'actifs en cas de succès, ou des titres accumulés en cas d'abandon, devant permettre d'importantes plus-values à court terme.

Dans la seconde logique, l'initiateur ne déclare pas vouloir sanctionner un management défaillant, il met en avant la synergie avec ses projets stratégiques.

Dans la réalité, la distinction devient artificielle entre la logique financière et la logique industrielle.

Quel que soit l'issu, les différents intervenants (banque présentatrice, conseillers juridiques, personnel de l'entreprise, les alliées...) porteront la marque positive ou négative des opérations, ne serait-ce qu'en terme d'image et de notoriété. En principe, les actionnaires des sociétés convoitées seront en revanche toujours les grands gagnants. On enregistre souvent couramment des plus-values de 30 à 40% et souvent plus.

### *3- Les holdings de reprise et reprises des entreprises par les salariés.*

#### *a- Les Operations de reprises à effet de levier (Leveraged-Buy-Out).*

Les opérations de LBO se développent assez fortement et sont devenues un outil courant de transmission d'entreprises et de restructuration industrielle. Les montages plus ou moins complexes de ces achats à crédit de société, utilise principalement le régime du Droit Commun de l'intégration fiscale entre la holding de reprise et la société cible.

#### *b- La reprise d'une entreprise par ses salariés (RES)*

Le RES consiste à faire reprendre une entreprise par ses salariés au travers d'une société Holding. Cette opération se caractérise par un certain nombre d'avantages fiscaux, mais également de contraintes qui en font un montage relativement peu utilisé.

Le mécanisme est le suivant :

- Des salariés constituent une société (holding) dont le but exclusif est de reprendre le contrôle (50% au moins des droits de vote) de leur entreprise (société cible). Ils peuvent s'endetter à titre personnel pour pouvoir effectuer leur apport respectif en capital et s'appuyer sur les investisseurs extérieurs, notamment les banques pour obtenir des financements à long terme en apports complémentaires en capital ou endettement.
- La holding prend le contrôle de la société cible.
- La société cible verse chaque année des dividendes à la holding, ce qui lui permet de rembourser ses prêts.

Cependant plusieurs conditions doivent être respectées :

- La société reprise doit avoir compté au moins 10 salariés au cours des 2 années précédant le rachat. Mais aucune condition d'ancienneté n'est exigée pour le salarié.
- Les salariés de la société cible ou d'une de ses filiales détenus à plus de 50% doivent détenir au moins 50 % des droits de vote de la holding et 1/3 de son capital.

Les avantages fiscaux accordés sont les suivants :

- Déduction fiscale des intérêts des emprunts des salariés repreneurs dans certaines limites.



- Crédit d'impôt pour les intérêts des emprunts de la société holding sous certaines conditions.
- Exonération des droits d'enregistrement sur l'acquisition des titres de la société cible.
- Pour un apport personnel limité et peu onéreux, les salariés peuvent donc grâce à leur endettement personnel et celui de la holding, acquérir le pouvoir de décision de leur entreprise.

L'effet de levier joue donc à plein, fort des demandes à taux privilégiés. Il est bien sur nécessaire que l'entreprise rachetée soit saine. L'opération repose sur sa capacité bénéficiaire, avec garantie des partenaires extérieurs pour le remboursement des emprunts par les dividendes distribués. Cependant les RES n'a pas connu le développement qu'on pouvait lui souhaiter, en raison de la réticence de certains salariés à s'engager dans l'opération.

### **Section 3 : La restructuration d'entreprise en difficulté.**

Le lien devient étroit entre la finance et le droit dans le cadre de restructuration des entreprises en difficulté, rend nécessaire la connaissance de l'environnement législatif des entreprises en difficulté.

(Voir cours Droit des entreprise en difficulté).

# Chapitre IV - Le Rachat des entreprises par Effet de Levier : les LBO (LEVERAGED BUY OUT)

---

## Section 1 : Définition et principe.

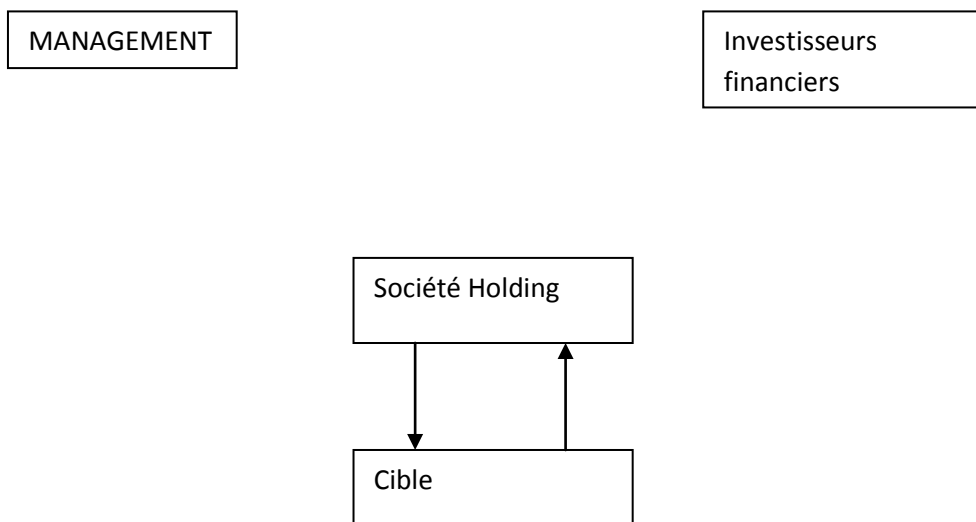
Un LBO est une opération de reprise d'une entreprise cible par l'intermédiaire d'une société holding qui en plus d'un apport en fonds propres, souscrit des dettes pour financer l'achat. On peut aussi dire que c'est l'acquisition du contrôle d'une société par un ou plusieurs fonds d'investissements spécialisés, financées majoritairement par endettement.

Les dettes sont remboursées par les dividendes que la société achetée verse au holding d'acquisition. Le LBO associe les managers avec un investisseur financier et se caractérise par une structure financière qui cherche à maximiser l'effet de levier juridico-financier. Durant les années d'acquisitions, les cash-flows de la cible rembourse par remontée des dividendes vers la société holding, le capital et les intérêts des dettes bancaires. A la date de sortie du LBO, les investisseurs récupèrent la valeur totale de la société diminuée des dettes bancaires résiduelles. Une opération LBO dépasse la structure de montage juridico-financier et apparaît comme le modèle emblématique du gouvernement d'entreprise. L'endettement étant un mécanisme qui empêche le management de dépenser abusivement les cash-flows de l'entreprise.

Les opérations de LBO se déclinent de plusieurs façons et ce en fonction de l'initiateur de l'opération :

- Le LMBO (*Leveraged Management Buy Out*) qui est une opération de rachat d'une société par ses managers par recours à l'endettement.
- Le LMBI (*Leveraged Management Buy In*) qui est l'acquisition avec un repreneur externe de l'entreprise.
- Le BIMBO (*Buy In Management Buy Out*) qui est le rachat avec les managers de l'entreprise et un repreneur externe.

La structure de financement type d'un LBO est représentée comme suit :

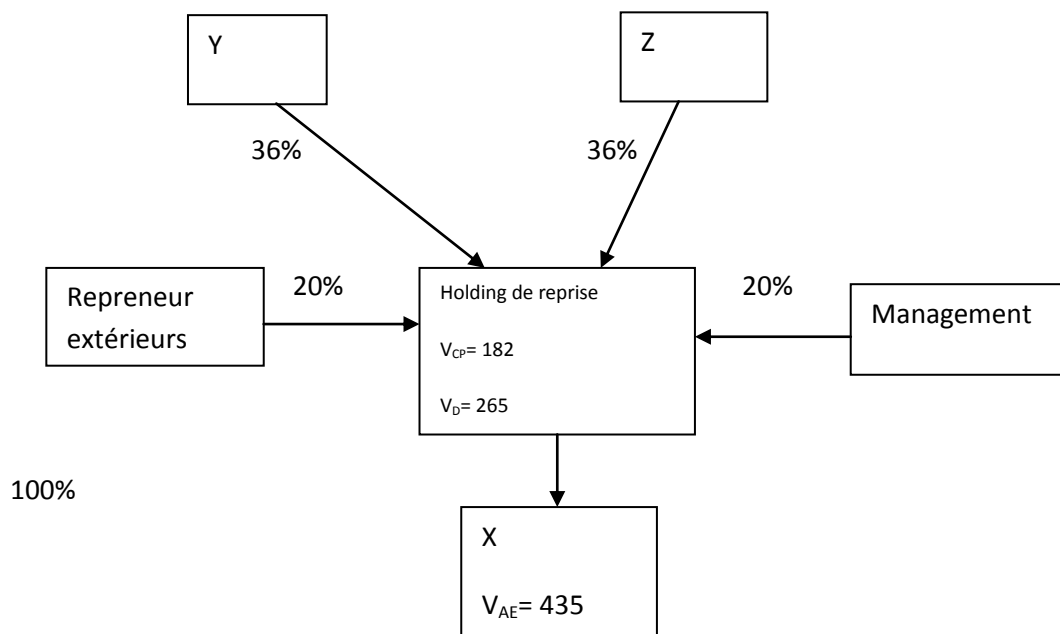


Le LBO permet de faire jouer trois leviers :

- Un levier financier grâce à l'utilisation de la palette de financement structurée permettant des apports réduits en fonds propres.
- L'effet de levier fiscal à travers le mécanisme d'intégration fiscale entre la cible et le holding de reprise, permettant la déduction fiscale des intérêts d'emprunts.
- Effet de levier social qui est en fait un levier humain et managérial. En effet, le LBO est souvent l'occasion pour les managers d'accéder à des postes de patrons d'entreprise et de pouvoir enfin exprimer leurs capacités managériales.

D'un point de vue purement comptable, l'exemple suivant permet de faire jouer l'effet de levier.

Exemple : L'entreprise **X**, spécialisée dans les objets de décoration a été vendue en début 2008 à des repreneurs **Y** via des investisseurs financiers **Z** sur la base d'une valeur de l'actif économique de 435 000 000. Le Holding de reprise créé achète l'entreprise **X** en se finançant pour 182 000 000 de capitaux propres et 265 000 000 d'endettement. La structure de reprise est représentée sur le schéma suivant :



En 2007, le chiffre d'affaire de X a été de 242 000 000 avec un excédent brut d'exploitation de 50 000 000, c'est sur cette base que le LBO a été monté.

En 2008, l'Excédent brut d'exploitation a reculé à 36 000 000, alors que le Chiffre d'affaires a progressé à 256 000 000.

En faisant l'hypothèse que cet endettement est à un taux d'intérêt moyen de 7% avant impôt, nous avons le bilan suivant :

Bilan réévalué de la Société X	
Actif	Passif
Actif économique : 435 000 000	Capitaux Propres : 435 000 000

Bilan Social de la Holding de reprise	
Actif	Passif
Actions de la société rachetée : 435 000 000	Capitaux propres : 182 000 000
Frais : 12 000 000	Dettes : 235 000 000

Bilan consolidé du Groupe	
Actif	Passif
Actif économique : 435 000 000	Capitaux propres : 170 000 000
	Dettes : 265 000 000

On constate que les capitaux propres réévalués consolidés ont été réduit de 61% par rapport à la situation hors LBO. En conséquence, un LBO est une opération de destruction massive de capitaux propres.

Au niveau du compte de résultat, la situation est la suivante :

	Société X	Holding de reprise	Situation consolidée
Bénéfice avant impôt et frais financiers	40 000 000	24 600 000*	40 000 000
Frais financiers	0	12 000 000	12 000 000
IS	15 400 000	0**	4 620 000
Résultat Net	24 600 000	12 600 000	8 020 000

\*sous l'hypothèse d'un taux de distribution de la société X à 100%.

\*\*La Société holding bénéficie du régime mère-fille et les dividendes reçus ne sont donc pas imposables et le Holding n'est donc pas imposé dans la pratique.

Si on raisonne au niveau de la société holding, celle-ci n'a pas d'activité commerciale. Les dividendes qu'elle reçoit de la cible bénéficient du régime mère-filiale. Son résultat fiscal est donc nul. Par définition, elle ne dispose donc pas de produits imposables sur lesquels imputer les frais financiers qu'elle paye sur la dette d'acquisition.

L'intégration fiscale des résultats entre une société mère et sa filiale est possible pourvu que la société mère détienne au moins 95% du capital de la fille. L'économie fiscale est alors réalisée. Cependant, les intérêts des emprunts contractés par le holding pour acheter la société ne sont déductibles que si les actionnaires directs ou indirects du holding ne sont pas majoritairement les anciens actionnaires de la société rachetée.

## Section 2 : Les Raisons d'être d'un LBO.

La rationalité des LBO est fournie par Jensen (1986) dans sa théorie des *free cash-flows*. Il explique que lorsque les managers peuvent dépenser les cash-flows à discrétion et non pas dans l'intérêt des actionnaires de la société, les investisseurs valorisent les fonds propres à un niveau inférieur à leur valeur potentielle, et l'opportunité de réduire cet écart d'évaluation existe via les restructurations. L'usage de la dette réduit les coûts d'agence (JENSEN et MECKLING, 1976) et restaure la valorisation de la firme par un engagement quant à la distribution des cash-flows futurs. D'autres situations nécessitant l'usage d'un niveau élevé de dette sont celles où le management prévoit une augmentation des free cash-flows au-dessus du niveau prévu par le marché, même si les cash-flows ont été bien alloués dans le passé. Une recapitalisation peut engendrer là aussi une revalorisation de la firme. Il y a également des cas où les managers achètent un business dans le but de développer leurs propres potentiels, libres de toute contrainte imposée par leur hiérarchie. La principale contribution des managers est leur connaissance approfondie du projet et leurs capacités professionnelles (capital humain).

Le financement d'un LBO est habituellement assuré par des sponsors qui maximisent l'usage de l'effet de levier. Le pré-engagement des managers à assurer le remboursement de la dette à travers les cash-flows futurs constituent un signal positif aux yeux des prêteurs potentiels et aux investisseurs quant à la confiance des managers dans le succès de leur entreprise.

## Section 3 : Les conditions de succès d'un LBO.

Les fonds d'investissement effectuent plusieurs contrôles avant de s'engager dans l'opération. Les frais de montage se multiplient avec la complexification des opérations et peuvent absorber jusqu'à 5% du montant des opérations. Dans le montage du dossier, il est imposé des garanties telles que :

- **Les garanties de passif** qui font l'objet d'une déclaration de la part du vendeur et envisage tous les problèmes potentiels survenant après la vente.
- **Les garanties sur la rentabilité** future qui permettent à l'acquéreur d'obtenir une indemnisation si certains résultats ne sont pas atteints.
- **Les protections contractuelles industrielles** qui sont de plus en plus importantes pour les investisseurs peu enclins à connaître tous les risques liés à ces activités, en particulier les problèmes sociaux et environnementaux.
- **Les garanties d'ajustement des prix** qui couvrent toute détérioration du prix entre la date du montage de la dette et le closing (moment) effectif et l'opération.

Les acheteurs peuvent aussi prévoir une clause de non-concurrence des dirigeants de la cible. L'équilibre du montage est fondé sur la prévision de dividendes toujours supérieurs au service de la dette du holding.

D'autres critères de réussite d'un LBO s'imposent, Notamment :

- Un management convaincant, motivé et financièrement impliqué ;
- Des cash-flows stables et si possible prévisibles, ainsi que des besoins en investissement et en R&D faibles pour les premières années qui suivent le LBO, surtout si la dette est importante.

- Un potentiel d'accroissement et de création de valeur et une stratégie de sortie crédibles.
- L'investisseur financier souhaite donc que le management soit associé à l'opération sur ses biens personnels de façon à ce qu'il y ait communauté d'intérêts. Il exige parfois aussi que le management s'engage à rester dans l'entreprise pendant la durée du plan.

Il existe cependant un certain nombre d'avantages dans le recours au mécanisme de l'effet de levier lors d'acquisition de sociétés cibles.

- 1- Le niveau important des intérêts et de la principale force : Le management, qui s'engage à améliorer ses performances et la gestion efficace de la cible.
- 2- La discipline de la dette peut obliger les managers à se concentrer sur certaines initiatives (ou activités) et à se débarrasser des activités périphériques. Ainsi l'usage de la dette ne sert pas seulement comme technique de financement mais également comme un instrument qui oblige les managers à se comporter autrement.
- 3- Les intérêts de la dette sont déductibles alors que le paiement des dividendes ou des fonds propres ne le sont pas. Ainsi les économies d'impôts sont créées et ont une valeur significative.
- 4- Les sociétés de capital-investissement financent en partenariat avec le management et encouragent les cadres clés de l'entreprise à investir une proportion significative de leurs revenus personnels dans la holding d'acquisition, ce qui assurent aux investisseurs un alignement des intérêts des managers avec les leurs.

Ces opérations ne sont évidemment pas exempt d'inconvénients :

- 1- Le risque le plus important est associé au fait que les événements imprévisibles comme la récession économique ou des changements dans l'environnement peuvent créer des problèmes tels que des difficultés à honorer les intérêts de la dette.
- 2- La valeur qu'un fonds de LBO espère retirer de son investissement est étroitement liée à la croissance du chiffre d'affaires aux marges, ainsi qu'à la gestion du Besoin en fonds de roulement et des investissements nécessaire à l'exploitation de la société. Un management faible ou une divergence des intérêts entre les managers et les financiers peut constituer une menace pour le succès de l'opération.