

**COURS**  
**GESTION FINANCIERE**

**SEANCE 8**  
**NATURE JURIDIQUE DES ENTREPRISES**  
**LES ACTIONS**  
**INTRODUCTION EN BOURSE**  
**AUGMENTATION DE CAPITAL**  
**LE MARCHE DES ACTIONS**  
**EVALUATION DES ACTIONS**

**SEANCE 8**  
**NATURE JURIDIQUE DES ENTREPRISES**  
**LES ACTIONS**  
**INTRODUCTION EN BOURSE**  
**AUGMENTATION DE CAPITAL**  
**LE MARCHE DES ACTIONS**  
**EVALUATION DES ACTIONS**

Objet de la séance 8: cette séance aborde différents thèmes liés aux fonds propres de l'entreprise. Dans un premier temps, les différentes formes juridiques de l'entreprise sont présentées en insistant sur deux caractéristiques : la responsabilité des actionnaires et les liens qui les unissent. Les différents types d'actions sont ensuite passés en revue. Deux points forts de la vie d'une société sont traités : l'introduction en bourse et l'augmentation de capital. Le marché des actions est ensuite introduit avec notamment les différents ordres de Bourse. Enfin, différentes méthodes d'évaluation des actions sont présentées.

**I) NATURE JURIDIQUE DES ENTREPRISES**

- 1) La nature de la responsabilité des détenteurs du capital vis-à-vis des tiers.
- 2) Le degré d'affinité ou de confiance qui lie les détenteurs du capital et détermine en particulier le degré de liberté pour la cession de leurs titres
- 3) Différentes formes juridiques : société anonyme, société en nom collectif...

**II) LES ACTIONS**

- 1) Droits attachés aux actions
- 2) Différentes formes d'actions
- 3) Les dividendes

**III) INTRODUCTION EN BOURSE**

- 1) Modalités
- 2) Mécanismes

**IV) AUGMENTATION DE CAPITAL**

- 1) Modalités
- 2) Comptabilisation
- 3) Mécanismes

**V) LE MARCHE DES ACTIONS**

- 1) Les intervenants : investisseurs, intermédiaires et bourses
- 2) Les compartiments du marché
- 3) Les transactions : l'établissement des cours, les modes de négociation, les types d'ordre

**VI) EVALUATION DES ENTREPRISES**

- 1) Méthodes statiques
- 2) Méthodes dynamiques

# NATURE JURIDIQUE DES ENTREPRISES

Les droits et caractéristiques des associés (donc des parts en capital) sont liés à la forme juridique de la société.

Deux facteurs permettent de comprendre la classification juridique des entreprises :

- 1) La nature de la responsabilité des détenteurs du capital vis-à-vis des tiers.
- 2) Le degré d'affinité ou de confiance qui lie les détenteurs du capital et détermine en particulier le degré de liberté pour la cession de leurs titres (*l'intuitu personae* ou *l'affectio societatis*).

# LA RESPONSABILITE DES DETENTEURS DU CAPITAL

Deux cas :

- 1) La responsabilité des associés est limitée aux apports. Cette caractéristique définit les sociétés de capitaux comme la société anonyme (SA) et la société anonyme à responsabilité limitée (SARL).
- 2) La responsabilité de certains ou de tous les associés est personnelle, indéfinie et solidaire. Cette caractéristique définit les sociétés de personnes comme la société en commandite par actions, la société en commandite simple et la société en nom collectif (SNC).

**Question : quel est l'impact de la nature de la responsabilité des détenteurs du capital vis-à-vis des tiers sur la valeur de l'entreprise, sur la valeur des fonds propres et sur la valeur de la dette ?**

**Question : quels sont les avantages des différents types de société en terme de financement externe (obtention d'un crédit, coût du crédit, ...)?**

## **LE DEGRE D'AFFINITE OU DE CONFIANCE ENTRE LES DETENTEURS DU CAPITAL**

Trois cas :

- 1) Le degré d'affinité est inexistant comme pour les associés d'une société anonyme ou les commanditaires d'une société en commandite par actions. La cession des parts de capital est libre.
- 2) Le degré d'affinité est faible comme pour les associés d'une société anonyme à responsabilité limitée. La cession des parts de capital nécessite l'accord d'une partie des associés.
- 3) Le degré d'affinité est fort comme pour les commandités d'une société en commandite par actions, les commandités et commanditaires d'une société en commandite simple et les associés d'une société en nom collectif. La cession des parts de capital nécessite dans certains cas l'accord de tous les associés.

**Question : quel est l'impact du degré d'affinité sur la valeur des actions ou des parts sociales ?**

# **FORME JURIDIQUE DES ENTREPRISES : LES DEUX CAS EXTREMES : SA ET SNC**

## **LA SOCIETE ANONYME**

La société anonyme (SA) est une société de capitaux. Les parts du capital social s'appellent des actions.

Les deux principales caractéristiques de la société anonyme sont:

- 1) La responsabilité de tous les associés est limitée au montant de leur apport en capital.
- 2) Il n'existe aucun lien entre les associés. Chaque associé est indifférent à la personnalité des autres associés. Les actions sont librement négociables.

## **LA SOCIETE EN NOM COLLECTIF**

La société en nom collectif (SNC) est une société de personnes. Les parts du capital social s'appellent des parts sociales.

Les deux principales caractéristiques de la société en nom collectif sont :

- 1) La responsabilité de tous les associés est personnelle, indéfinie et solidaire.
- 2) Les associés d'une société en nom collectif se sont mutuellement choisis en fonction de leur personne et le lien entre eux est fort. La cession des parts sociales à des tiers étrangers doit être autorisée à l'unanimité des associés.

# **FORME JURIDIQUE DES ENTREPRISES : UN CAS INTERMEDIAIRE**

## **LA SOCIETE EN COMMANDITE PAR ACTIONS**

La société en commandite par actions est une société de personnes. Les parts du capital social s'appellent des actions. Il y a deux types distincts d'associé : les commanditaires et les commandités. La responsabilité des associés et le degré de liberté pour la cession des actions varient en fonction du type d'associé.

Les deux principales caractéristiques de la société en commandite par actions sont :

- 1) La responsabilité des commanditaires est limitée au montant de leur apport en capital tandis que la responsabilité des commandités est personnelle, indéfinie et solidaire.
- 2) Les associés qu'ils soient commanditaires ou commandités se sont mutuellement choisis en fonction de leur personne mais le lien varie en fonction du type d'associé : il n'y a aucune restriction imposée à la cession des actions détenues par les commanditaires alors qu'il faut le consentement unanime des commandités pour les cessions des actions détenues par ceux-ci.

# LES ACTIONS

Une action est une part de capital de l'entreprise qui rend l'actionnaire copropriétaire de l'entreprise.

Cinq caractéristiques permettent de classer les actions :

- 1) Les droits pécuniaires attribués
- 2) La contrepartie en capital
- 3) Le mode de transmission
- 4) Le droit de vote aux assemblées générales
- 5) L'amortissement du capital social

## LES ACTIONS ORDINAIRES VS LES ACTIONS PRIORITAIRES

Selon les droits pécuniaires attribués, on distingue les actions ordinaires et les actions prioritaires.

Les actions ordinaires donnent droit à une part proportionnelle des dividendes distribués par la société, à une part proportionnelle de la situation nette en cas de liquidation et aussi une prérogative à la direction de la société concrétisée par un droit de vote aux assemblées.

Les actions à dividende prioritaire (ADP) ont un droit prioritaire sur la distribution des bénéfices en cas d'insuffisance de ces derniers et sur la situation nette en cas de liquidation de la société. En contrepartie certaines actions prioritaires peuvent avoir un droit de regard réduit sur la gestion des affaires de la société (renonciation au droit de vote par exemple).

## **LES ACTIONS DE NUMERAIRE VS LES ACTIONS D'APPORT**

Selon la contrepartie du capital apporté par les actionnaires, on distingue les actions de numéraire et les actions d'apport.

Les actions de numéraire correspondent au capital apporté par les actionnaires sous forme d'espèces. La loi oblige les actionnaires au versement du quart de la valeur nominale à la constitution de la société, les trois autres quarts devant être versés pendant les cinq années suivant sa création. Les actions de numéraire correspondent aussi aux actions distribuées à la suite d'augmentation du capital social sous forme de distribution d'actions gratuites par incorporation des réserves ou des bénéfices non affectés.

Les actions d'apport en nature correspondent au capital apporté par les actionnaires sous forme d'actifs immobilisés ou de stocks. Le capital des actions en apport est libéré entièrement à la constitution de la société ou lors d'une augmentation du capital.

## **LES ACTIONS SANS DROIT DE VOTE VS LES ACTIONS A DROIT DE VOTE SIMPLE VS LES ACTIONS A DROIT DE VOTE DOUBLE**

Selon les droits aux assemblées générales, on distingue les actions sans droit de vote, les actions à droit de vote simple et les actions à droit de vote double.

## **LES ACTIONS NOMINATIVES VS LES ACTIONS AU PORTEUR**

Selon le mode de transmission, on distingue les actions nominatives et les actions au porteur.

Une action est nominative lorsque l'identité exacte de son propriétaire est connue de l'émetteur. La société enregistre dans ses livres les noms des actionnaires afin de pouvoir leur faire parvenir les informations relatives à son activité et les convocations aux assemblées générales. Il s'agit principalement des actions non cotées en Bourse (suite à l'obligation de la mise au nominatif de la loi des Finances de 1982). Dans le cas du nominatif administré, la gestion des titres est confiée à un intermédiaire financier. Dans le cas du nominatif pur, la gestion est directement assurée par l'entreprise.

Une action est au porteur lorsque la société émettrice ne connaît pas l'identité du propriétaire mais seulement celle de l'établissement financier qui porte le titre (l'établissement qui tient le compte-titre sur lequel ont été achetées les titres). Cette caractéristique procure deux avantages : la confidentialité vis-à-vis de la société et la souplesse dans la transmission des titres (ni délai ni formalités). Les achats et les ventes de titres se traduisent par de simples jeux d'écritures entre les intermédiaires teneurs des comptes de l'acheteur et du vendeur. Il s'agit principalement des actions cotées en Bourse.

Depuis la dématérialisation des titres entrée en vigueur en 1984, les actions n'ont plus de forme physique mais font l'objet d'une inscription en compte de leurs titulaires auprès de la société émettrice (pour les actions nominatives) ou auprès d'un intermédiaire habilité (pour les actions au porteur).

## **LES ACTIONS DE CAPITAL VS LES ACTIONS DE JOUISSANCE**

Selon l'amortissement du capital, on distingue les actions de capital et les actions de jouissance.

Les actions de capital correspondent à des actions dont la valeur nominale n'a pas été amortie.

Les actions de jouissance correspondent à des actions dont la valeur nominale a été amortie grâce aux réserves de la société. Lors des distributions de bénéfices, les détenteurs des actions de jouissance ne reçoivent plus le dividende statutaire mais seulement le super dividende. De même, lors de la liquidation de la société, les détenteurs des actions de jouissance ne perçoivent pas le capital social (puisque celui-ci a déjà été remboursé) mais conservent un droit au boni de liquidation.

Il existe aussi des actions partiellement amorties.

# LES DIVIDENDES

## DEFINITION

Le dividende est la part du bénéfice distribuée aux actionnaires.

Au début de la vie de la société, la loi prévoit qu'une partie des bénéfices (5%) soient versés à la réserve légale, tant que celle-ci est inférieure à 10% du capital social. Les actionnaires ont ensuite droit à un premier dividende appelé dividende statutaire (environ 5% de la valeur nominale des actions). Ensuite, sont constituées les réserves statutaires et facultatives. Le solde donne lieu à un super dividende.

Les mauvaises années (pertes), l'entreprise peut puiser dans les bénéfices passés mis en réserve (report à nouveau) pour distribuer des dividendes.

## PAIEMENT

Le dividende peut être versé en numéraire ou en actions.

**Question : quels sont les avantages pour l'entreprise du paiement du dividende en actions ?**

## DIVIDENDE MAJORE

Pour les actions inscrites au nominatif depuis plus de 2 ans, l'Assemblée Générale peut décider de verser un dividende majoré (10% de plus au maximum).

# INTRODUCTION EN BOURSE (1)

## OBJECTIFS

Pour l'entreprise, l'introduction en bourse permet d'atteindre plusieurs objectifs :

- Diversifier ses sources de financements.
- Utiliser les actions comme une monnaie d'échange lors d'une opération externe (offre publique d'échange ou OPE).
- Améliorer la notoriété de l'entreprise (en particulier à l'international).
- Elargir le cercle des actionnaires.

Pour les actionnaires existants, l'introduction en bourse permet d'assurer la liquidité de leur capital (possibilité de revendre facilement leurs titres sur un marché organisé).

## DELAIS

La durée du processus d'introduction en bourse varie entre 4 et 6 mois (entre l'appel d'un banquier introducteur et l'apparition effective des titres sur le marché).

Notons qu'il y a deux délais incompressibles : le dépôt officiel du dossier à l'AMF qui est de trois mois avant le jour d'introduction et la décision d'admission à la cote par la Bourse qui doit être connu 30 jours avant la date d'introduction.

## INTRODUCTION EN BOURSE (2)

### INTERVENANTS

- **La Bourse**

En France, Euronext établit les conditions générales de l'organisation et du fonctionnement des marchés comme le déroulement des transactions et la publication d'informations dans le cas d'une introduction en bourse.

- **L'Autorité des Marchés Financiers (AMF)**

L'AMF doit donner son accord à l'opération d'introduction en Bourse.

- **Les intermédiaires financiers**

L'entreprise fait appel à une banque, appelée « banque introductrice » pour gérer le processus d'introduction en bourse. Cette banque aide à la préparation de l'opération (analyse financière de l'entreprise et analyse du marché), procède au placement des titres auprès des investisseurs, présente la demande d'inscription de la valeur auprès de la Bourse, et prend en charge le service des titres et la centralisation des paiements et des dividendes après l'introduction. Pour les grosses opérations, un syndicat de placement regroupant plusieurs banques peut être formé autour de la banque introductrice (chef de file).

Une société de bourse assure aussi la liquidité de titres par des interventions sur le marché dans le cadre de contrats spécifiques (contrats d'animation et/ou de liquidité).

## INTRODUCTION EN BOURSE (3)

### PROCEDURES

Les procédures d'introduction répondent à deux objectifs : diffuser les titres dans le public et assurer la première cotation des titres.

Toutes les entreprises n'entrent pas en Bourse de la même façon. Il existe plusieurs procédures à la disposition de l'entreprise (ou de sa banque conseil). L'utilisation d'une procédure donnée dépend du plus ou moins grand succès anticipé de l'introduction (taux de service) et aussi des conditions de marché au moment de l'introduction (intérêt général des investisseurs pour ce type de placement).

- **Cotation directe (procédure ordinaire)**

L'entreprise cède ses titres à la banque introductrice (chef de file) et aux banques associées et fixe un prix de vente minimum (prix d'offre). Ces intermédiaires assureront le portage des titres en cas de placement partiel (« colle »).

Les investisseurs intéressés passent des ordres d'achat à cours limité supérieur au prix d'offre annoncé et des ordres à tout prix.

Le taux de service est identique pour tous les donneurs d'ordre (réduction proportionnelle en cas d'excès). Le taux de service minimum est de 4% sur l'ensemble des ordres supérieurs au cours coté.

L'écart maximum entre le premier cours coté et le prix d'offre est de 10%.

Si les conditions en termes de taux de service et d'écart de prix ne sont pas respectées, un nouveau prix d'offre peut être proposé ou une nouvelle procédure peut être adoptée.

- **Offre à Prix Ferme (OPF)**

Les investisseurs intéressés passent des ordres d'achat au cours proposé.

Une fourchette indicative de prix est annoncée au moins 5 jours avant la centralisation des ordres. Le prix ferme et définitif est donné 2 jours avant la centralisation. Les investisseurs connaissent donc à l'avance le prix exact qu'ils vont payer.

Le taux de service est identique pour tous les donneurs d'ordre (réduction proportionnelle en cas d'excès). Le taux de service minimum est de 1% sur l'ensemble des ordres.

Cette procédure est utilisée pour les grosses sociétés et notamment les privatisations.

Le premier cours coté est le prix d'offre.

**Exercice : un investisseur demande 1 000 titres d'une société introduisant 10 000 000 titres. La demande globale est de 25 000 000 titres. Combien de titres l'investisseur va-t-il recevoir ?**

- **Offre à Prix Minimum (OPM)**

L'entreprise fixe un prix de vente minimum.

Les investisseurs intéressés passent des ordres d'achat à cours limité qui sont centralisés par la Bourse. Celle-ci recherche une fourchette de prix qui permet de servir au moins 5% de la demande. Par exemple, si le prix minimum est de 20 € et que la fourchette débute à 25 €, tous les investisseurs ayant passé des ordres avec une limite inférieure à 25 € ne seront pas servis.

Le taux de service est identique pour tous les donneurs d'ordre (réduction proportionnelle en cas d'excès). Le taux de service minimum est de 5% dans la fourchette de prix servie.

L'écart maximum entre le premier cours coté et le prix d'offre est de 20%.

- **Offre à Prix Ouvert (OPO)**

La banque introductrice propose une fourchette de prix aux investisseurs.

Les investisseurs intéressés passent des ordres dans la fourchette.

Le taux de service est identique pour tous les donneurs d'ordre (réduction proportionnelle en cas d'excès). Le taux de service minimum est de 1% sur l'ensemble des ordres supérieurs au cours coté.

Le premier cours coté est la limite basse de la fourchette.

- **Pré-placement**

Les titres sont préalablement diffusés à la première cotation. Le syndicat de placement est mandaté pour placer auprès d'institutionnels une part importante du capital (80% par exemple). Ce placement peut déboucher sur des pactes d'investisseurs afin de garantir un actionariat stable pour la société. Cette procédure ne concerne pas les petits actionnaires.

Il existe deux types de contrats : placements pour compte (sans engagement) et placement garanti (engagement du syndicat de placement à souscrire tous les titres).

Le pré-placement se fait en deux étapes : collecte des intentions d'achat pour tester les investisseurs sur le prix de la valeur ce qui conduit à la détermination d'une fourchette, construction du livre d'ordre (*book building*) qui aboutit au prix définitif.

- **Les clauses particulières**

La clause « *green shoe* » offre la possibilité de céder une proportion de titres supplémentaires au chef de file du syndicat de placement.

La clause « *claw back* » offre la possibilité de réduire (en proportion limitée) le volume des titres devant être ouverts au public. Cette clause est en particulier utilisée dans le cadre des privatisations.

# LES DIFFERENTES VALEURS DES ACTIONS

## VALEUR NOMINALE $V_n$

La valeur nominale correspond à la valeur d'émission des actions à la création de la société. A la suite d'opérations d'incorporation des réserves et des bénéfices non affectés et de réduction du capital, la valeur nominale peut augmenter ou diminuer. La valeur nominale et le nombre d'actions émises permettent de calculer le capital social de la société.

## VALEUR D'EMISSION $V_e$

La valeur d'émission correspond au prix de vente des nouvelles actions émises lors d'une augmentation de capital.

## VALEUR BOURSIERE $V_b$

La valeur boursière représente le prix auquel les actions s'échangent sur le marché secondaire.

## RELATION ENTRE LA VALEUR NOMINALE ET LA VALEUR BOURSIERE : $V_n \leq V_b$ OU $V_n \geq V_b$

La différence entre la valeur nominale et la valeur boursière peut s'expliquer par :

- La prise en compte des réserves ( $V_n \leq V_b$ )
- La plus ou moins bonne performance de la société ( $V_n \leq V_b$  ou  $V_n \geq V_b$ )
- L'évaluation de certains éléments de l'actif à leur juste valeur et non à leur valeur comptable inscrite au bilan (certaines immobilisations comme les immeubles).
- La réévaluation de certains postes de l'actif (stocks et créances) et du passif (provisions)

En anglais, on parle de « market value » pour une société cotée ou de « fair value » pour une entreprise non cotée par opposition à la valeur comptable appelée « book value ».

## **RELATION ENTRE LA VALEUR D'EMISSION ET LA VALEUR BOURSIERE : $V_e < V_b$**

La valeur d'émission doit être choisie inférieure à la valeur boursière car aucun investisseur n'accepterait de payer, pour souscrire à une nouvelle action, un prix supérieur à celui qu'il pourrait payer pour acquérir une ancienne action sur le marché secondaire.

Pour laisser une marge suffisante de fluctuation des cours (à la baisse) entre la date de fixation des modalités de l'augmentation de capital et la réalisation effective de celle-ci, la valeur d'émission doit être sensiblement en dessous de la valeur boursière.

## **RELATION ENTRE LA VALEUR NOMINALE ET LA VALEUR D'EMISSION : $V_n \leq V_e$**

Légalement, la valeur d'émission doit être supérieure à la valeur nominale des anciennes actions. La différence entre la valeur d'émission et la valeur nominale s'appelle la prime d'émission.

Si une société veut émettre de nouvelles actions mais que la valeur boursière est inférieure à la valeur nominale, elle doit dans un premier temps réduire son capital social en imputant les pertes des périodes précédentes. La réduction du capital est obtenue par réduction de la valeur nominale de ces anciennes actions.

Après cette opération préliminaire, la société peut procéder à une augmentation de son capital. Cette technique de l'augmentation précédée de réduction, qui constitue un assainissement financier, est connue dans la pratique financière, sous la dénomination expressive de "coup d'accordéon".

Lors d'une augmentation de capital, on a la relation :

$$V_n \leq V_e < V_b.$$

## CONTREPARTIE D'UNE AUGMENTATION EN CAPITAL

L'augmentation en capital a des conséquences financières pour la société qui sont très différentes selon la nature des apports des nouveaux actionnaires.

- **Apport en espèces**

La contrepartie comptable de l'accroissement du capital est alors une augmentation des liquidités.

- **Apport en nature**

La contrepartie comptable de l'accroissement du capital est alors en général une augmentation des immobilisations ou des actifs à court terme comme les stocks.

- **Conversion de créances sur la société en actions.**

La contrepartie comptable de l'accroissement du capital est alors une diminution des dettes à long terme ou des dettes à court terme. Une telle opération survient lorsque la société a des difficultés financières pour régler ses dettes et permet aux créanciers de prendre le contrôle de la société.

- **Incorporation de réserves, des primes d'émission, du report à nouveau ou de bénéfices non distribués.**

La contrepartie comptable de l'accroissement du capital social est alors une diminution des réserves, des primes d'émission, du report à nouveau ou des bénéfices non distribués.

Il n'y a pas d'apport de la part des associés et l'augmentation du capital social se fait soit par une augmentation de la valeur nominale des actions, soit par une augmentation du nombre des actions, soit par une combinaison des deux méthodes. Le niveau des fonds propres n'est pas modifié mais la structure des fonds propres a évolué.

# **COMPTABILISATION D'UNE AUGMENTATION EN CAPITAL**

## **AU PASSIF :**

- Capital social
- Prime d'émission
- Réserves, primes d'émission, report à nouveau et bénéfices non distribués (incorporation)
- Dettes (conversion de dettes)

## **A L'ACTIF :**

- Immobilisations (apport en nature)
- Stocks (apport en nature)
- Disponibilités (apport en espèces)
- Capital souscrit mais non appelé
- Frais d'émission dans la rubrique "Charges à répartir sur plusieurs exercices" dans les immobilisations

**Exercice : une société vient d'augmenter son capital de 10 M€. Comptabiliser cette opération et étudier l'impact de l'augmentation du capital sur la structure de financement de l'entreprise (impact sur le fonds de roulement (FR) et impact sur le ratio fonds propres sur dettes à long terme (FP/DLT)).**

## IMPACT D'UNE AUGMENTATION DE CAPITAL SUR LA STRUCTURE DE FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE

Type de contrepartie	Comptabilisation		FR	FP/DLT
Apport en espèces	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>		
Apport en nature (immobilisations)	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>		
Apport en nature (actif à court terme)	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>		
Conversion de dettes à long terme	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>		
Conversion de dettes à court terme	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>		
Incorporation de réserves, des primes d'émission, du report à nouveau et des bénéfices non distribués	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>		

## **LA PROCEDURE A SUIVRE LORS D'UNE AUGMENTATION DE CAPITAL**

La procédure à suivre et les conditions à respecter pour réaliser une augmentation de capital dépendent :

- de la nature juridique de la société (société anonyme, société anonyme à responsabilité limitée, société en commandite simple ou par actions et société en nom collectif).
- de la contrepartie de l'augmentation de capital (nature ou espèces).
- de la nature de l'augmentation (avec ou sans appel public à l'épargne).

La procédure de décision pour les différents types de sociétés est :

- Société anonyme : à la majorité des deux tiers du capital représenté
- Société anonyme à responsabilité limitée : à la majorité (les trois-quarts du capital)
- Société en commandite simple : à l'unanimité des commandités et à la majorité des commanditaires
- Société en commandite par actions : à l'unanimité des commandités
- Société en nom collectif : à l'unanimité des associés

## **PUBLICITE A FAIRE PARAITRE LORS D'UNE AUGMENTATION DE CAPITAL**

Pour toute augmentation de capital, une société anonyme doit insérer divers dans le *Journal d'Annonces Légales*, le *Bulletin Officiel d'Annonces Commerciales* et au *Registre du Commerce*.

En cas d'appel public à l'épargne, une société anonyme doit passer un avis dans le *Bulletin d'Annonces Légales Obligatoires (BALO)* et après avis de l'Autorité des marchés financiers (AMF), elle doit mettre à la disposition du public une note d'information sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de la société ainsi que sur les motifs de l'opération envisagée.

### **CONDITIONS PARTICULIERES**

Pour les augmentations de capital avec apport en nature, il faut que :

- Le Président du Tribunal de Commerce désigne un ou plusieurs commissaires aux apports chargés de vérifier la réalité de ces apports.
- L'Assemblée Générale Extraordinaire approuve ces apports.

# L'AUGMENTATION DU CAPITAL EN NUMERAIRE ET LE DROIT DE SOUSCRIPTION

## RAISON D'ETRE

Dans le cas d'une augmentation du capital en numéraire (apport en espèces), comme la valeur d'émission des nouvelles actions ( $V_e$ ) est inférieure à la valeur boursière des anciennes actions ( $V_b$ ), les anciens actionnaires seraient défavorisés par rapport aux nouveaux actionnaires s'il n'y avait pas de mécanisme correcteur pour les compenser de la perte de valeur.

En fait, sans mécanisme correcteur, les anciens actionnaires refuseraient toute augmentation de capital proposée en Assemblée Générale.

## DEFINITION ET CARACTERISTIQUES

Le mécanisme correcteur s'appelle le droit de souscription. C'est un droit qui permet à son détenteur d'acheter un certain nombre de nouvelles actions au prix d'émission  $V_e$ . Ce nombre est défini comme le rapport entre le nombre d'actions nouvellement émises et le nombre d'anciennes actions.

Le droit de souscription est attaché à chaque ancienne action et les anciens actionnaires en reçoivent un nombre calculé au prorata du nombre d'actions anciennes qu'ils détiennent.

Le droit de souscription est négociable.

## VALEUR DU DROIT DE SOUSCRIPTION

### NOTATIONS :

Nombre d'actions avant l'augmentation du capital :  $N$

Nombre d'actions émises lors de l'augmentation du capital :  $n$

Capitalisation boursière avant l'augmentation du capital :  $C^-$

Capitalisation boursière après l'augmentation du capital :  $C^+$

Valeur boursière avant l'augmentation du capital :  $V_b^-$

Valeur boursière après l'augmentation du capital :  $V_b^+$

Valeur d'émission :  $V_e$

Valeur du droit de souscription attaché à une action :  $DS$

Montant de l'apport en capital :  $A$

## DEFINITION DE LA VALEUR DU DROIT DE SOUSCRIPTION

- **Première approche : à partir de la définition du droit de souscription**

Le droit de souscription de valeur  $DS$  permet d'acheter  $n/N$  nouvelles actions au prix d'émission  $V_e$  au lieu du prix de marché après l'augmentation du capital  $V_b^+$ .

La valeur du droit de souscription est donc égale à:

$$DS = \frac{n}{N} \cdot (V_b^+ - V_e)$$

- **Deuxième approche : à partir de la compensation de la perte subie par les anciens actionnaires**

Pour compenser la perte de valeur subie par les anciens actionnaires, la valeur du droit de souscription est égale à la différence entre la valeur boursière avant augmentation du capital  $V_b^-$  et la valeur boursière après augmentation du capital  $V_b^+$ , d'où la valeur du droit de souscription

$$DS = V_b^- - V_b^+$$

Dans les deux approches, la valeur du droit de souscription  $DS$  dépend de la valeur boursière après augmentation du capital  $V_b^+$  qu'il s'agit de calculer.

## CALCUL DE LA VALEUR BOURSIERE $V_B^+$

Le montant de l'apport en capital est donné par :

$$A = n \cdot V_e$$

La capitalisation boursière est par définition égale au nombre d'actions émises multiplié par la valeur boursière. La capitalisation boursière avant l'augmentation du capital est donc égale à :

$$C^- = N \cdot V_b^-$$

La capitalisation boursière après l'augmentation du capital s'accroît théoriquement de l'apport en capital :

$$C^+ = C^- + A = N \cdot V_b^- + n \cdot V_e.$$

Par définition, la capitalisation boursière après l'augmentation du capital est aussi égale à :

$$C^+ = (N+n) \cdot V_b^+.$$

En utilisant les relations précédentes, la valeur boursière après l'augmentation du capital est égale à :

$$V_b^+ = \frac{C^+}{N+n} = \frac{N \cdot V_b^- + n \cdot V_e}{N+n}.$$

Cette équation permet de vérifier que la valeur boursière après l'augmentation de capital est inférieure à la valeur boursière avant l'augmentation de capital :  $V_b^+ < V_b^-$ .

## VALEUR DU DROIT DE SOUSCRIPTION

En utilisant l'une ou l'autre des deux approches, on en déduit la valeur du droit de souscription :

$$DS = \frac{n}{N+n} (V_b^- - V_e)$$

**Exercice : la Société FINEX dont le capital est composé de 40 000 actions de valeur nominale unitaire de 100 € et de valeur boursière 300 €, procède à une augmentation de capital en émettant 10 000 nouvelles actions au prix d'émission de 240 €. Comptabiliser les opérations liées à cette augmentation de capital et calculer la valeur du droit de souscription.**

**Exercice : un investisseur désire acheter une action de la société FINEX. Décrire les différentes méthodes d'acquisition et comparer le coût de chaque méthode.**

# AUGMENTATION DU CAPITAL PAR INCORPORATION DE RESERVES ET DROIT D'ATTRIBUTION

## DROIT D'ATTRIBUTION D' ACTIONS GRATUITES

Dans le cas d'une augmentation du capital par incorporation des réserves, des primes d'émission, du report à nouveau ou des bénéfices non distribués, les actionnaires reçoivent des actions gratuites (une autre possibilité est d'augmenter la valeur nominale des actions).

La distribution d'actions gratuites se matérialise sous la forme d'un droit d'attribution accordé à chaque ancienne action.

Tout comme le droit de souscription, le droit d'attribution est négociable.

## CALCUL DE LA VALEUR DU DROIT D'ATTRIBUTION

La valeur du droit d'attribution notée  $DA$  est égale à :

$$DA = \frac{n}{N + n} \cdot V_b.$$

# LES MARCHES FINANCIERS (1)

## LES DIFFERENTS MARCHES

Rappelons qu'il existe différents marchés pour les titres :

- Le marché des actions
- Les marchés de taux (marché monétaire pour le court terme et marché obligataire pour le long terme)

Sur ces marchés se confrontent l'offre et la demande de capitaux entre d'une part les agents à besoin de financement (les entreprises et l'Etat) et d'autre part les agents à capacité de financement (les entreprises et les ménages). Ces marchés dits « au comptant » permettent d'allouer la richesse des agents.

Il existe aussi des marchés dits « dérivés » qui permettent de transférer les risques. Les produits comprennent les *swaps* (contrats d'échange), les contrats à terme (fixation d'un prix futur ferme) et les options (fixation d'un prix futur minimum ou maximum). Le prix de ces produits est dérivé du prix d'actifs traités sur les marchés au comptant.

## MARCHE DE GRE A GRE / MARCHE ORGANISE

Un marché de gré à gré est un marché où les deux parties (un acheteur et un vendeur) traitent directement entre elles. S'y échangent des contrats sur mesure en termes de support, de montant, de durée, etc.

Un marché organisé est un marché où les deux parties traitent par l'intermédiaire d'une bourse (chambre de compensation) qui s'interpose. S'y échangent des contrats standardisés.

**Exercice : quels sont les principaux avantages et inconvénients d'un marché de gré à gré et d'un marché organisé ?**

## **LES MARCHES FINANCIERS (2)**

### **MARCHE PRIMAIRE / MARCHE SECONDAIRE**

Le marché primaire est le marché où sont émis les titres (par exemple les nouvelles actions émises par les sociétés). C'est le marché du neuf.

Le marché secondaire est le marché (la Bourse) où sont échangés les titres entre investisseurs une fois émis. C'est le marché de l'occasion.

# **LES INTERVENANTS SUR LE MARCHÉ DES ACTIONS**

## **LES INVESTISSEURS**

Les investisseurs achètent ou vendent des titres comme des actions ou des obligations.

## **LES INTERMÉDIAIRES**

Les intermédiaires sont les entreprises d'investissement ou sociétés de bourse (anciens agents de change) et établissements de crédit. Il y a deux types d'intermédiaires :

- Ceux qui collectent les ordres d'achat et de vente des investisseurs et qui les transmettent au marché (courtiers). Ils n'opèrent pas pour leur propre compte.
- Ceux qui exécutent les ordres transmis. Ils peuvent opérer pour leur propre compte (rôle de teneur de marché).

## **LA BOURSE**

La bourse Euronext regroupe les Bourses de Paris, de Bruxelles, d'Amsterdam et de Lisbonne. La Bourse étudie et décide de l'admission des sociétés à la cote, gère le système de cotation, diffuse les informations concernant les transactions et gère la chambre de compensation qui organise et sécurise les échanges.

## **LES AUTORITES DE TUTELLE : L'AMF**

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) résulte de la fusion de plusieurs instances de réglementation et de contrôle (dont principalement la COB et le CMF). Elle veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à l'appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés.

## LES COMPARTIMENTS DE LA BOURSE

L'appartenance d'une action à un marché donné (Premier Marché, Second Marché et Nouveau Marché) a disparu. La bourse Euronext a procédé en février 2005 à un regroupement des actions selon leur capitalisation. Ce marché réglementé comprend trois compartiments :

- Compartiment A : capitalisations supérieures à 1 Md€
- Compartiment B : capitalisations comprises entre 150 M€ et 1 Md€
- Compartiment C : capitalisations inférieures à 150 M€

Les entreprises cotées sur ce marché doivent satisfaire à certaines obligations (fréquence de publication des résultats élevée, adoption de normes comptables internationales, etc.).

Il existe aussi deux autres marchés :

- Alternext : marché peu réglementé destiné à la cotation des petites et moyennes entreprises (PME) pouvant présenter deux années de comptes, sous le contrôle d'un intermédiaire financier (*listing sponsor*)
- Le marché libre : marché non réglementé destiné aux PME sans contraintes d'accès

# LA FIXATION DES COURS DE BOURSE

A la base, il y a deux mécanismes de cotation : le fixing et le continu.

## LE FIXING

Les ordres sont entrés dans le carnet d'ordres et un prix d'équilibre est déterminé.

## LE MARCHE CONTINU

Le carnet d'ordres reprend tous les ordres transmis au marché. Les demandes (à l'achat) sont classées par ordre de prix décroissant et les offres (à la vente) sont classées par ordre de prix croissant. Au cours de la séance, le carnet d'ordres évolue en permanence en fonction de l'arrivée des nouveaux ordres.

Afin de diffuser l'information sur l'état du marché, les investisseurs peuvent voir une partie du carnet d'ordres : par exemple les 5 plus basses limites et les 5 plus hautes limites, la quantité proposée et le nombre d'ordres à ces limites.

*Exemple : le tableau ci-dessous donne l'état du carnet d'ordres pour le groupe Air France (le 31 octobre 2003 à 13H10) :*

	<b>Ordres</b>	<b>Quantité</b>	<b>Cours</b>		<b>Cours</b>	<b>Quantité</b>	<b>Ordres</b>	
<b>Achat</b>	<b>1</b>	<b>300</b>	<b>13,70</b>		<b>13,72</b>	<b>1 590</b>	<b>2</b>	<b>Vente</b>
	<b>2</b>	<b>680</b>	<b>13,69</b>		<b>13,73</b>	<b>53</b>	<b>1</b>	
	<b>2</b>	<b>1 020</b>	<b>13,68</b>		<b>13,75</b>	<b>1 960</b>	<b>1</b>	
	<b>1</b>	<b>2 000</b>	<b>13,67</b>		<b>13,80</b>	<b>1 000</b>	<b>3</b>	
	<b>1</b>	<b>128</b>	<b>13,65</b>		<b>13,82</b>	<b>185</b>	<b>1</b>	

# LA FIXATION DES COURS DE BOURSE

## LE MARCHE CONTINU (SUITE)

Sur Euronext, une séance de trading se déroule en cinq étapes :

- Phase de pré-ouverture de 7H15 à 9H00 : accumulation des ordres dans le carnet d'ordres sans aucune transaction mais avec un cours théorique calculé et actualisé à chaque nouvelle entrée
- Ouverture à 9H00 : calcul du cours d'ouverture (fixing) qui permet l'échange du plus grand nombre de titres dans le carnet d'ordres
- Séance de 9H00 à 17H25 : cotation en continu
- Pré-clôture de 17H25 à 17H30 : accumulation des ordres dans le carnet d'ordres sans transaction
- Clôture à 17H30 : calcul du cours de clôture (fixing)

## L'ECHANGE DE BLOCS

# LES ORDRES DE BOURSE

## DEFINITION D'UN ORDRE

Un ordre est défini par les paramètres suivants :

- L'identité de la valeur (nom de la valeur et code ISIN)
- Le sens de l'opération : achat ou vente
- Le nombre de titres
- Le prix
- Le mode d'exécution ou le type d'ordre : meilleure limite, à cours limité, au marché, à seuil de déclenchement ou à plage de déclenchement
- La durée de validité de l'ordre (pour certains ordres)
- Le marché : au comptant ou règlement différé

Une fois l'ordre exécuté, un avis d'opéré est envoyé à l'investisseur par l'intermédiaire.

## IDENTIFICATION DES TITRES

Tous les produits financiers au comptant (et donc les actions) listés sur la place de Paris sont identifiés par le code ISIN (International Securities Identification Number) qui a remplacé en 2003 le code SICOVAM.

La codification ISIN est composée de codes alphanumériques à 12 caractères, dont les 2 premiers identifient le pays dans lequel la valeur a été émise (FR pour la France).

*Exemple : FR0000031122 pour le groupe Air France.*

## LES TYPES D'ORDRE

### ORDRE A COURS LIMITE

Un ordre « à cours limité » permet d'indiquer un prix d'achat maximum ou un prix de vente minimum.

A l'ouverture, les ordres d'achat limités à des cours supérieurs au cours d'ouverture et les ordres de vente limités à des cours inférieurs au cours d'ouverture sont exécutés au cours d'ouverture (dans leur totalité). Les ordres limités au cours d'ouverture sont exécutés en fonction du solde disponible selon la règle du premier entré, premier sorti (l'ordre qui a été passé en premier est exécuté en premier).

En séance, un ordre « à cours limité » est automatiquement entré dans le carnet d'ordres et sera exécuté lorsqu'un autre ordre (en sens opposé) présentera le même prix.

**Exercice : quel est l'impact sur le carnet d'ordres de l'arrivée d'un ordre de vente de 600 titres à cours limité 13,73 € ?**

### ORDRE AU MARCHE

Un ordre « au marché » (anciennement appelé ordre « à tout prix ») ne comporte aucune limite de prix et est prioritaire sur les autres types d'ordres. Il est exécuté pour la quantité maximale disponible en carnet d'ordres dans le respect des seuils de réservation (limites à la baisse et à la hausse). Cet ordre peut être partiellement exécuté, le solde non exécuté est alors inscrit en carnet sans limite.

**Exercice : quel est l'impact sur le carnet d'ordres de l'arrivée d'un ordre d'achat de 3 000 titres « au marché » ?**

## **ORDRE MEILLEURE LIMITE**

Un ordre « meilleure limite » (anciennement appelé ordre « au prix du marché » ou ordre « au mieux ») présenté à l'ouverture est exécuté en tout ou partie au cours d'ouverture (voire ne reçoit aucune exécution) en fonction des ordres en place sur le marché. En cas de non-exécution ou d'exécution partielle, l'ordre ou la fraction d'ordre non exécutée devient un ordre « à cours limité » au cours d'ouverture.

Un ordre « meilleure limite » présenté en séance est exécuté en tout ou partie au cours le plus favorable au moment où il est présenté. Il peut ne recevoir aucune exécution faute d'ordre de sens contraire sur le marché. En cas d'exécution partielle, la fraction d'ordre non exécutée devient un ordre « à cours limité », la limite étant le cours de la première exécution.

**Exercice : quel est l'impact sur le carnet d'ordres de l'arrivée d'un ordre d'achat de 1 700 titres « meilleure limite » ?**

## **ORDRE A SEUIL DE DECLENCHEMENT**

Un ordre « à seuil de déclenchement » est exécuté, pour un ordre acheteur, à un certain cours et au-delà, et pour un ordre vendeur, à un certain cours et en-deçà. Dès que le seuil est atteint, il devient un ordre « à tout prix ».

Un ordre « à seuil de déclenchement » n'est accepté par le marché qu'à condition que le seuil de déclenchement soit, à l'instant de la présentation de l'ordre, supérieur au dernier cours coté pour un ordre d'achat et inférieur au dernier cours coté pour un ordre de vente.

**Exercice : quel est l'impact sur le carnet d'ordres d'un ordre de vente de 1 000 titres à seuil de déclenchement 12,50 € ?**

## **ORDRE A PLAGES DE DECLENCHEMENT**

Un ordre « à plage de déclenchement » contient deux paramètres de prix : un seuil de déclenchement et une limite de prix (maximale pour un ordre d'achat et minimale pour un ordre de vente).

Pour un ordre d'achat, dès que le seuil est atteint, un ordre « à plage de déclenchement » commence à être exécuté à ce prix et au-delà mais un ordre d'achat « à cours limité », la limite étant la valeur maximale définie dans l'ordre, si le cours monte au-delà de cette limite. Pour un ordre de vente, dès que le seuil est atteint, un ordre « à plage de déclenchement » commence à être exécuté à ce prix et en-deçà devient un ordre de vente « à cours limité », la limite étant la valeur minimale définie dans l'ordre, si le cours descend en-deçà de cette limite.

Un ordre « à plage de déclenchement » n'est accepté par le marché qu'à condition que le seuil de déclenchement soit, à l'instant de la présentation de l'ordre, supérieur au dernier cours coté pour un ordre d'achat et inférieur au dernier cours coté pour un ordre de vente.

**Exercice : quel est l'impact sur le carnet d'ordres de l'arrivée d'un ordre de vente de 10 000 titres à plage de déclenchement avec un seuil de 12,50 € et limite minimale de 12,30 € ?**

**Exercice de synthèse : analyser les différents types d'ordre d'après les critères suivants : impact sur la liquidité du marché (fourchette de prix et profondeur du marché), maîtrise du prix d'exécution, maîtrise de la quantité échangée, priorité et rapidité d'exécution, etc. Pour chaque ordre, donner le principal avantage et le principal inconvénient.**

# LE MODE DE NEGOCIATION

## REGLEMENT AU COMPTANT

Toutes les transactions effectuées à la Bourse de Paris se font au comptant, c'est à dire à règlement / livraison immédiat (en J+3).

## REGLEMENT DIFFERE

Pour certaines valeurs, il existe un système de règlement différé (SRD) mis en place par les intermédiaires, la livraison et le paiement n'interviennent qu'à la fin du mois boursier (5 jours de bourse avant la fin du mois civil).

En pratique, l'investisseur passe un ordre d'achat via son intermédiaire qui le transmet au négociateur qui achète les titres au comptant. Le négociateur porte cette position jusqu'à la fin du mois. Ce service donne lieu à une commission SRD (tarification libre). L'investisseur peut aussi passer des ordres de vente de titres qu'il ne possède pas.

En fin de mois, il est possible de reporter sa position sur le mois suivant contre paiement d'une commission de prorogation.

Pour être négocié selon le SRD, le titre doit appartenir au SBF 120 et/ou, sa capitalisation boursière doit au moins être égale à 1 milliard d'euros et son volume de transactions journalières doit dépasser 1 million d'euros. Les valeurs étrangères satisfaisant ces critères peuvent bénéficier du SRD.

Afin de garantir la bonne fin des opérations SRD, les intermédiaires demandent aux clients de l'argent sur leurs comptes (espèces ou titres). Ces opérations permettent donc aux investisseurs de bénéficier d'un effet de levier.

**Exercice : rechercher sur un site de courtage en ligne les conditions pour acheter et vendre des titres sur le SRD.**

# EVALUATION DES ACTIONS

## POURQUOI EVALUER LES ACTIONS ?

### LES METHODES STATIQUES

Les méthodes statiques considèrent la situation de l'entreprise au moment présent (à la date d'évaluation).

La méthode la plus simpliste consiste à diviser la valeur des fonds propres au bilan par le nombre d'actions. La valeur de l'action obtenue s'appelle la *valeur mathématique comptable*.

Une variante améliorée de cette méthode consiste, à la suite d'un examen critique de chacun des postes du bilan, à ajuster la valeur comptable des fonds propres des plus ou moins values occultes ou latentes. On obtient alors la *valeur mathématique intrinsèque* de l'action.

On peut aussi se détacher des valeurs comptables et apprécier, au moyen d'expertises, le coût de remplacement des différents éléments de l'actif. La valeur ainsi estimée est appelée la *valeur de remplacement*.

On peut aussi estimer la valeur liquidative de l'entreprise en appréciant le prix de vente des actifs dans des conditions de plus ou moins grande précipitation. La situation nette définie comme la différence entre l'actif liquidé d'une part, et les dettes et les coûts de liquidation d'autre part, conduit à la *valeur liquidative* de l'action.

Ces méthodes présentent l'inconvénient majeur de négliger le fait que la valeur d'une entreprise et des actions qui composent son capital est essentiellement lié, sauf en cas de liquidation, à sa capacité à générer des bénéfices et à distribuer des dividendes dans le futur.

## LES METHODES DYNAMIQUES

Les méthodes dynamiques considèrent les perspectives de l'entreprise dans le futur. Il est essentiel d'évaluer une entreprise sur la base de sa capacité bénéficiaire actuelle et potentielle.

- **Valeur boursière observée sur le marché**

Quand la société est cotée en Bourse, une estimation de la valeur des actions est celle du marché, c'est la *valeur boursière*. Cette valeur "objective" incorpore les anticipations des investisseurs qui font les cours.

La valeur boursière des fonds propres d'une entreprise correspond à la capitalisation boursière (égale au produit de la valeur boursière par le nombre d'actions émises).

- **Valeur financière calculée à partir de flux actualisés**

La valeur financière des fonds propres peut être par une méthode d'actualisation (*discounted cash flow* ou DCF) :

$$V_0^f(FP) = VP(A, k) = \sum_{t=1}^T \frac{A_t}{(1+k)^t}.$$

$$\text{avec } A_t = -\Delta CAP_t + DIV_t.$$

- **Valeur financière estimée par le PER**

Une autre approche consiste à estimer le cours des actions à partir d'un modèle. Un modèle souvent utilisé pour estimer la valeur d'une action est celui du PER (de l'expression anglaise "Price Earning Ratio"). Le PER est défini par la relation :

$$\text{PER} = \text{Valeur de l'action} / \text{Bénéfice net par action},$$

Le PER est estimé à l'aide d'un modèle qui incorpore les caractéristiques de risque et le potentiel de développement de l'entreprise et de son secteur d'activité ainsi que la conjoncture générale.

La valeur de l'action est ensuite obtenue par la relation inverse :

$$\text{Valeur de l'action} = \text{PER} \cdot \text{Bénéfice net par action}$$

Noter que si l'entreprise est cotée en Bourse, le PER peut aussi être observé à partir de la valeur boursière de l'action. Le PER du modèle peut alors être comparé au PER boursier pour déterminer si l'action est sous-évaluée ou surévaluée, et en termes d'investissement, s'il faut acheter ou vendre l'action.

## EXEMPLE DE MODELE DE PER

Le modèle s'appuie sur l'analyse financière d'une action : une action est un droit à recevoir les dividendes futurs et sa valeur peut donc, en théorie, être calculée comme la somme actualisée des flux de dividendes anticipés :

$$V_0 = \frac{DIV_1}{1+k} + \frac{DIV_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{DIV_t}{(1+k)^t} + \dots$$

où  $k$  représente le taux de rémunération exigé par les actionnaires.

Le PER est alors égal à

$$PER = \frac{\frac{DIV_1}{1+k} + \frac{DIV_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{DIV_t}{(1+k)^t} + \dots}{\text{Bénéfice net par action}}$$

Spécifions maintenant un modèle prévisionnel pour les dividendes : supposons qu'ils croissent au taux  $g$ .

Le PER devient alors :

$$PER = \frac{DIV_1 / \text{Bénéfice net par action}}{k-g}$$

## APPLICATION DU PER : CALCUL DU COUT DES FONDS PROPRES

Le taux d'actualisation  $k$  utilisé par les actionnaires est la rentabilité minimum que l'entreprise doit dégager sur ses fonds propres pour que les actionnaires soient satisfaits de leur investissement. La variable  $k$  peut donc être interprétée comme le coût des fonds propres pour l'entreprise.

Une estimation de  $k$  peut être obtenue à partir du modèle précédent en supposant que le PER correspond au PER du marché

$$k = g + \frac{DIV_1}{V_b}$$

L'estimation de  $g$  et l'anticipation du premier dividende  $DIV_1$  (ou l'observation du dernier dividende qui vient d'être distribué  $DIV_0$ ) et de la valeur boursière  $V_b$  permettent d'estimer le coût des fonds propres  $k$ .

**Exercice : analyste financier, vous estimez le prochain bénéfice de la société FINEX à 100 M€ et le taux de croissance du bénéfice de l'ordre de 10% l'an. Le nombre d'actions est de 1 000 000. La société FINEX a pour habitude de distribuer la moitié du bénéfice aux actionnaires. La rentabilité que vous exigez pour des investissements en actions dans des sociétés de risque analogue est de l'ordre de 20%.**

**Quelle est votre évaluation de la valeur de l'action de la société FINEX ?**

**Quelle est votre évaluation du PER de l'action de la société FINEX ?**

**Le cours de l'action FINEX cotée en Bourse est de 600 €.**

**Quelle est la rentabilité exigée par le marché ?**

**Quelle est l'évaluation du PER de l'action de la société FINEX par le marché ?**