

# FINANCE DE MARCHÉ

2<sup>nd</sup> semestre 2015-2016  
Isabelle Jouffroy

## PARTIE 6

### Les Actions 1/2



### Livres

*Finance de marché, concepts et pratiques, Claude Dufloux et Laurent Margulici, Ellipses*

*Marchés et instruments financiers, Jérémy Morvan, Dunod*

*Pratique des marchés financiers, Dov Ogien, Dunod*

*L'essentiel des marchés financiers, Eric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos, Eyrolles*

### Sites Internet

[www.agefi.fr](http://www.agefi.fr)

[www.lepoint.fr](http://www.lepoint.fr)

<http://www.boursedeparis.fr/>

<https://www.binck.fr>

<http://www.agefi.fr/fiche-etudes-wikifinance/les-entreprises-disposent-d-un-arsenal-anti-opa-surabondant-3082.html>

<http://www.senat.fr/rap/a13-315/a13-3153.html>

<http://www.journaldesopa.com/les-opa-en-7-exercices>

---

## **1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS**

1.A. Introduction

1.B. Evolution récente des marchés actions

1.C. qui détient des actions ?

1.D. principales bourses mondiales et principaux indices

1.E. caractéristiques des actions

1.F. quelles attentes de rendement, plus-values, ...

1.G. actions ordinaires, actions de préférence et modes de détention

## **2. LES TITRES DE CAPITAL**

2.A. actions ordinaires et nominatives

2.B. les actions démembrées

2.C. autres titres de capital

2.D. le quasi-capital ou autres sources de capitaux permanents

---

### **3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)**

- 3.A. définition
- 3.B. les dates liés aux OST
- 3.C. typologie des OST sur actions
- 3.D. les OST simples
- 3.E. les OST de cotation
- 3.F. les OST de gestion de liquidité
- 3.G. les OST de fusion et d'acquisition
- 3.H. les OST de gestion de capital

### **4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION**

- 4.A. introduction
- 4.B. à la recherche de la « vraie » valeur
- 4.C. focus sur la capitalisation boursière
- 4.D. les modèles d'évaluation
- 4.E. les indicateurs usuels

---

## **5. FACEBOOK : LECONS D'UNE IPO RATEE**

5.A. contexte de l'introduction en bourse de Facebook

5.B. difficultés d'évaluation

5.C. les comparables

5.D. autres éléments d'analyse : le vrai déroulement de l'opération

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.A. Introduction

---

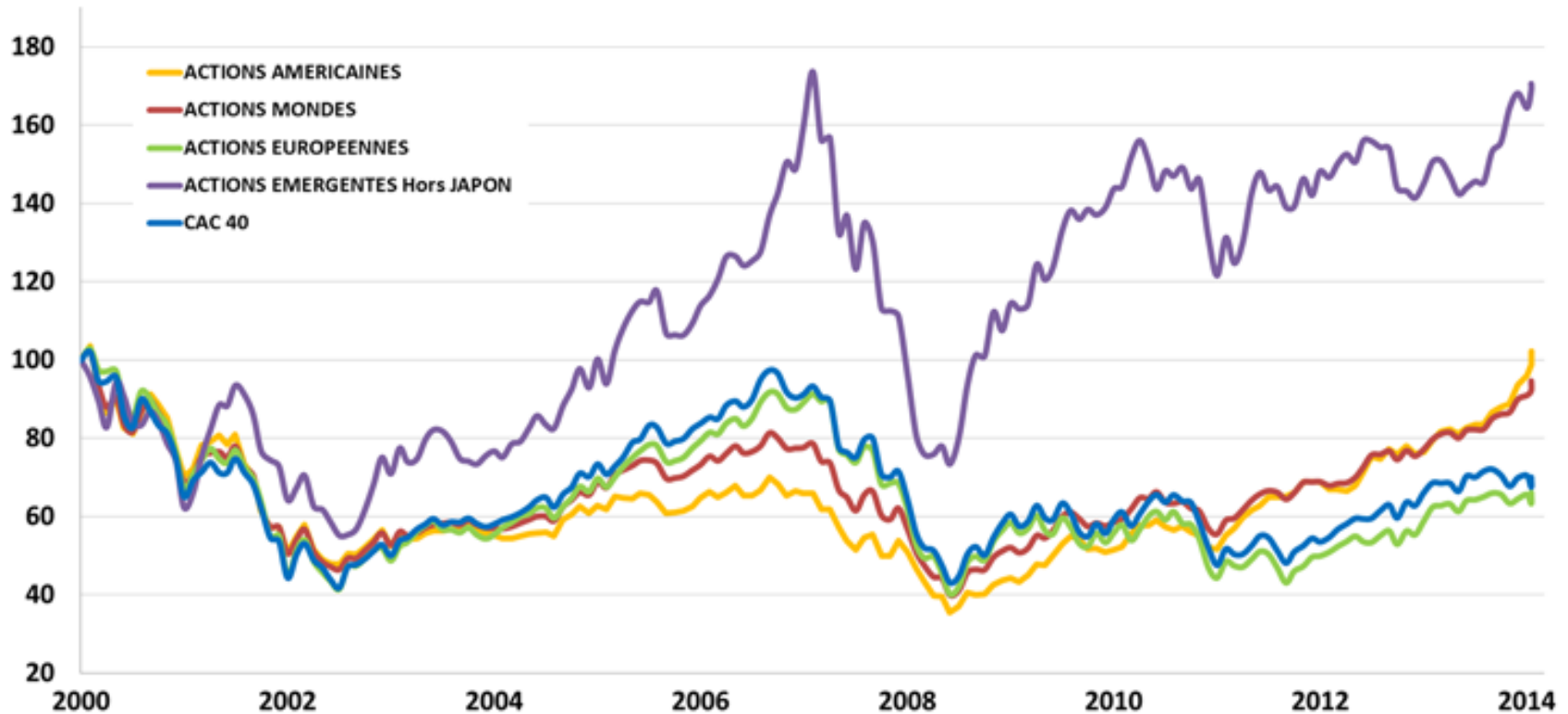
- ✓ Un marché plus populaire que notable en taille
  - ✓ Classe d'actifs la plus populaire ;
  - ✓ Pas le marché le plus important en taille ;
  - ✓ Le marché sur lequel les particuliers peuvent intervenir.
  
- ✓ Financement long terme et jeux de pouvoir
  - ✓ Financement des projets en capital par les émetteurs ;
  - ✓ Marché du contrôle des entreprises ;
  - ✓ Défi = équilibrer les apports de financement externes et le maintien du contrôle du capital ;
  - ✓ Batailles boursières relayées par les médias ;
  - ✓ Réputation sulfureuse ;
  - ✓ Histoire émaillée de grands scandales (1889 ruine des actionnaires de la Compagnie universelle de Panama à la suite de malversations) ;
  
- ✓ Coût pour l'émetteur et risque pour l'investisseur
  - ✓ Solution la plus risquée pour les porteurs ;
  - ✓ Solution la plus coûteuse pour l'émetteur.

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.B. Evolution récente des marchés actions

- ✓ Le fantasme des marchés actions : « les cours ne peuvent que monter sur le long terme » ;
- ✓ Importance du point d'entrée et du point de sortie.

Evolution Action 15 ans



# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.B. Evolution récente des marchés actions

### Les performances des principaux marchés actions

Type d'actifs	Indice de référence (monnaie)	Performances 2015 <sup>(1)</sup>
Actions françaises (grandes capitalisations)	CAC 40 TR (EUR)	+ 10,9%
Actions françaises (petites et moyennes capitalisations)	CAC MID&SMALL 190 (EUR)	+ 18,2%
Actions européennes	DJ Stoxx 600 TR (EUR)	+9,6%
Actions britanniques	Footsie 100 TR (GBP)	-1,3%
Actions allemandes	Dax (EUR)	+9,6%
Actions espagnoles	IBEX 35 TR (EUR)	-4,3%
Actions italiennes	FTSE MIB (EUR)	+12,7%
Actions américaines	S&P 500 (USD)	-0,7%
Actions japonaises	Nikkei-225 (JPY)	+9,1%
Actions brésiliennes	Bovespa (BRL)	-13,3%
Actions indiennes	Sensex 30 (INR)	-5,0%
Actions russes	Russian RTS (USD)	-4,3%
Actions Hong Kong	Hang Seng (HKD)	-7,2%
Actions chinoises	Shanghai SE (CNY)	+9,4%

(1) Toujours dividendes réinvestis pour les actions.

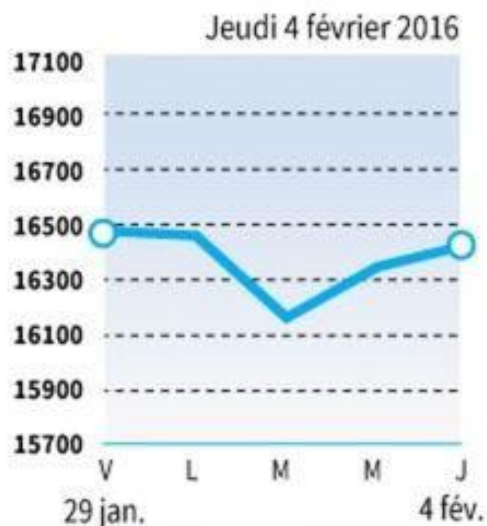


# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.B. Evolution récente des marchés actions

### La clôture des marchés américains

■ **Dow Jones**



■ **Nasdaq**



■ **S&P**



REUTERS

### La clôture des Bourses européennes

■ **CAC 40**



■ **Les indices européens**



REUTERS

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

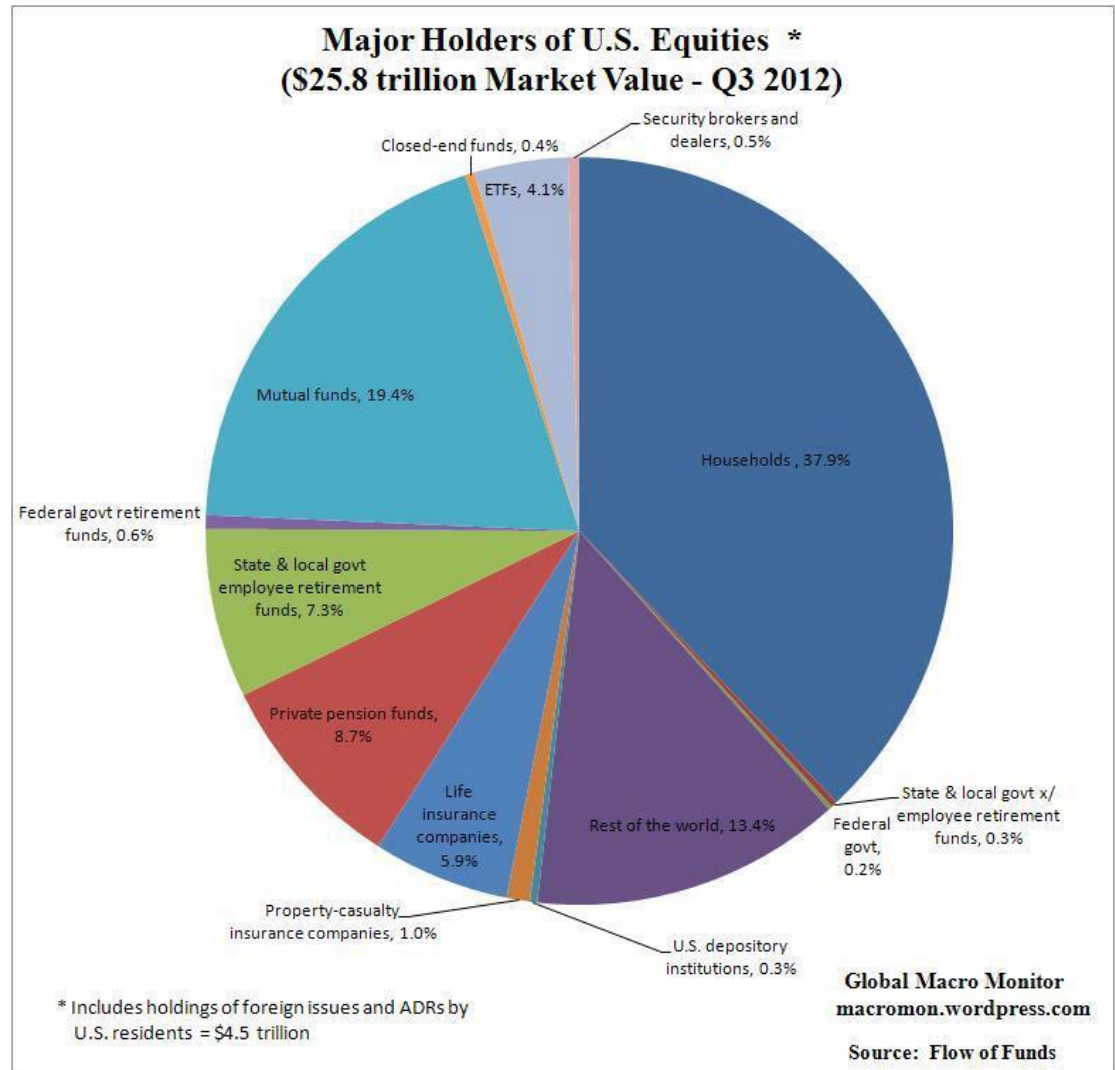
## 1.C. qui détient des actions ?

### Qui détient les actions ?

### exemple des actions américaines

### au troisième trimestre 2012

Principalement les ménages et les fonds de pensions



# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.D. principales bourses mondiales et principaux indices

### Principales capitalisations boursières mondiales

● En milliards de dollars (novembre 2015)



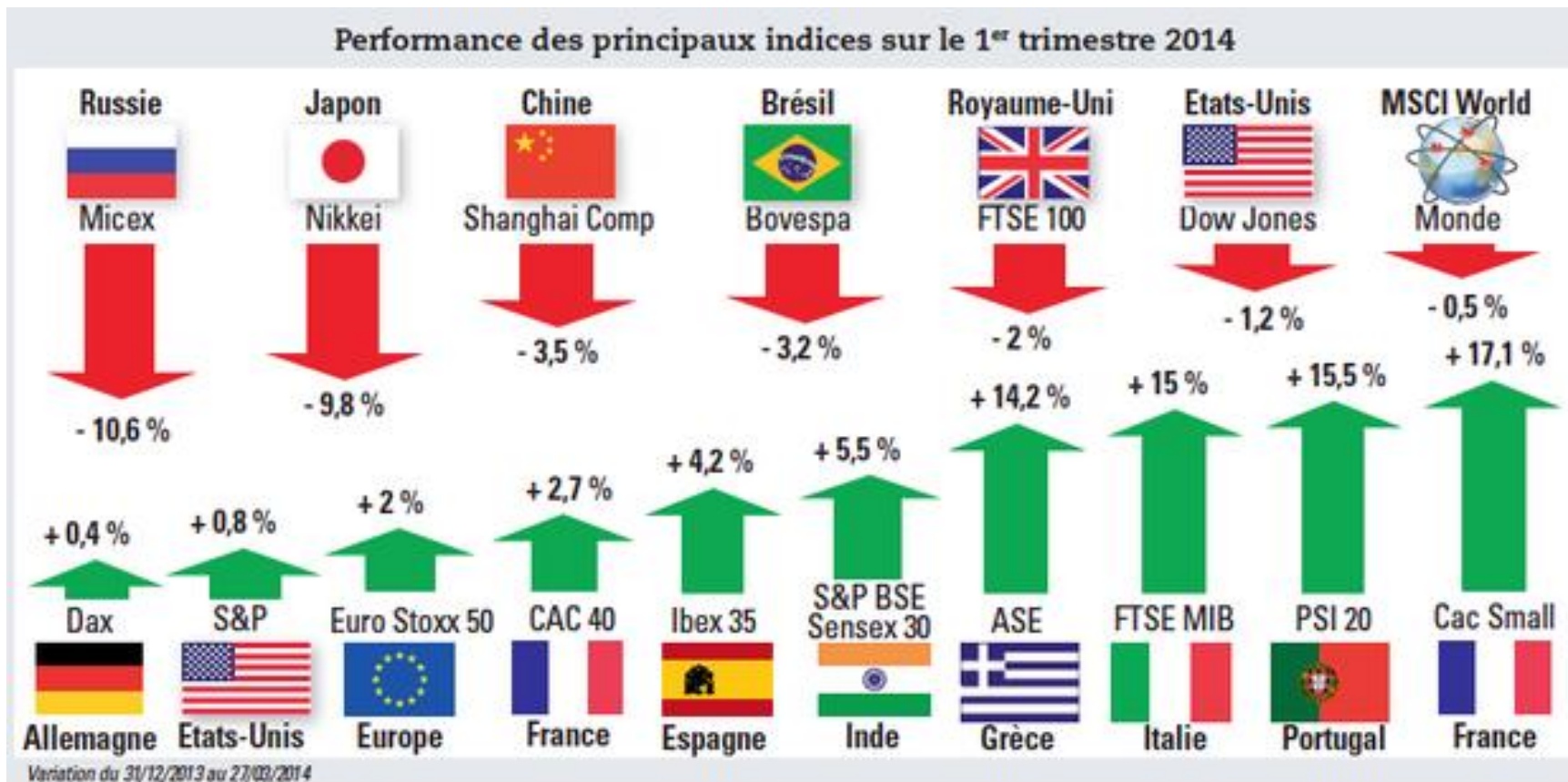
### Performance des places boursières en 2015 en %



Source : WFE - Reuters  
idé

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.D. principales bourses mondiales et principaux indices



### Définitions et fondamentaux

- ✓ Valeurs mobilières qui représentent des parts de capital d'une entreprise.
- ✓ Une société peut lever une partie de son capital sous forme d'actions en Bourse. Ce capital lui permet de faire face à ses dépenses et d'assurer le développement de l'entreprise. C'est un financement stable, sur le long terme.
- ✓ Détenir une action permet d'être "copropriétaire" de l'entreprise, autrement dit de détenir un titre de propriété sur une partie de la société.
- ✓ Le cours (c'est-à-dire la valeur) de l'action de la société peut évoluer à la hausse ou à la baisse par rapport au montant placé initialement. Cela permet également à l'investisseur de bénéficier d'une partie des bénéfices de la société lorsque celle-ci distribue des dividendes à ses actionnaires.
- ✓ Les actions sont les produits les plus négociés par les particuliers.
  
- ✓ Marché financier au comptant ;
- ✓ Confrontation de l'offre et de la demande de financement sur supports de titres de capital ;
- ✓ Marché primaire : émissions d'actions : apport de capitaux neufs pour l'entreprise ;
- ✓ Marché secondaire : négociation des actions préalablement émises ; achat / vente des actions ; liquidité du marché.

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.E. caractéristiques des actions

- ✓ Une action est un titre financier représentatif d'une part de propriété d'une société. Une action donne des droits (qui en font sa valeur) :

Droit de vote	Droit aux dividendes	Droit à l'information	Droit sur l'actif social
<p>Ce droit permet à chaque actionnaire de prendre part aux décisions de l'entreprise lors des assemblées générales.</p> <p>L'actionnaire, tenu informé des comptes et de la stratégie d'entreprise, détient un droit de vote en fonction du nombre d'actions détenues.</p>	<p>Le dividende représente la part des bénéfices reversée aux actionnaires. Chaque détenteur d'une action a un droit sur les dividendes versés.</p> <p>Quelle que soit la part de capital détenue, chaque actionnaire obtiendra le même dividende par action.</p>	<p>L'actionnaire détient également un droit à l'information communiquée par la société sur ses comptes. Certaines entreprises envoient directement leurs rapports annuels et leurs communiqués de presse à l'ensemble de leurs actionnaires.</p>	<p>Ce droit est un droit préférentiel en cas d'opération sur titres comme une augmentation de capital.</p>

- ✓ 1 action = 1 voix. Lors des assemblées générales, plus l'actionnaire détient d'actions plus son vote aura de l'importance.

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.E. caractéristiques des actions

---

### différences entre actions et obligations

✓ Similitude = valeurs mobilières donc marchés surveillés par l'AMF en France.

✓ Obligations = titres de dette

Engagements de l'émetteur sur des montants connus ou au moins déterminables par un mode de calcul public et connu.

Engagement de l'émetteur de verser une série de flux prédéterminés, dont notamment la valeur de remboursement.

✓ Actions = parts de capital

Donc ce qui restera éventuellement en cas de liquidation de l'entreprise, après paiement de tous les autres créanciers, dont les détenteurs d'obligations, le Trésor Public, les salariés.

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.E. caractéristiques des actions

---

### Avantages et inconvénients des actions

- ✓ **Pour l'entreprise**, l'actionnaire est un moyen de financement pour la croissance et les investissements futurs. La société dispose d'argent frais et le capital pourra être augmenté si besoin directement auprès des marchés grâce à des émissions de nouvelles actions.
- ✓ **Pour le particulier**, l'avantage est de recevoir une partie des bénéfices de la société, notamment les dividendes, de profiter des plus-values sur l'augmentation du cours de l'action lorsqu'il revend ses actions sur le marché et également de bénéficier des droits donnés par l'action. L'actionnaire peut participer également à la vie de l'entreprise en votant aux assemblées générales.

Il faudra également être conscient que des risques sont associés aux actions. Si la société fait faillite l'actionnaire peut perdre la totalité de son investissement. L'évolution de l'action dépend surtout des résultats d'exploitations attendus et réalisés, et de la politique de la société concernée en matière de dividendes. Les risques des actions peuvent donc être très différents selon les sociétés émettrices et la période concernée.



# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.E. caractéristiques des actions

---

### Où acheter et vendre des actions

- ✓ L'échange des actions se fait sur une place de cotation (c'est-à-dire en Bourse).
  
- ✓ En France, la place de cotation la plus connue, où se déroule la majorité des transactions est **NYSE Euronext Paris** (traditionnellement appelée Bourse de Paris). Sur NYSE Euronext Paris les actions sont intégrées et compartimentées selon différents marchés :
  - ✓ - **Les marchés réglementés** (compartiment A, B, C, en fonction de la capitalisation boursière de l'action) ;
  - ✓ - **Les marchés non réglementés** (marché libre) ;
  - ✓ - **Alternext** ;
  
- ✓ Par ailleurs, le mode de négociation des actions se fait majoritairement via la Bourse mais dans certains cas il peut se faire de gré à gré (hors Bourse).

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.E. caractéristiques des actions

---

### Quand acheter et vendre des actions

- ✓ Les ordres d'achat et de vente sur le marché français sont centralisés sur le système informatique de la Bourse.
- ✓ **Cotation en continu** : les actions françaises sont cotées en continu de 9h à 17h40  
Les valeurs (ou actions) les plus liquides et actives (c'est-à-dire celles qui sont le plus échangées, et pour lesquelles il n'y a pas de pénuries de l'offre et la demande), sont cotées sans interruptions, en continu.
- ✓ **Cotation aux fixing** : deux fixing dans la journée à 11h30 et 16h30 (1 fixing à 15h00 pour le marché libre)  
Les autres valeurs sont échangées une ou deux fois par jour à horaire fixe.

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.E. caractéristiques des actions

---

### Comment acheter et vendre des actions

- ✓ Les particuliers ne peuvent pas intervenir directement sur les marchés.  
Pour acheter ou vendre des actions, il faut ouvrir un compte-titres ou un PEA auprès d'un intermédiaire financier (courtier en ligne, banque traditionnelle,...) aussi appelé prestataire de services d'investissement (PSI).
  
- ✓ L'investisseur passe un ordre d'achat ou de vente auprès de celui-ci qui le transmettra sur le marché.
  
- ✓ Chaque intermédiaire aura des caractéristiques, services et coûts différents.

## 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

### 1.F. quelles attentes de rendement, plus-values, ...

---

#### Le cours d'une action

- ✓ Une action qui est cotée en Bourse va voir son cours, autrement dit son prix fluctuer tous les jours.
- ✓ Le cours de l'action dépend de différents éléments propres à la société et également extérieurs à celle-ci. Les résultats de l'entreprise vont jouer sur son cours mais aussi les prévisions de profit pour l'avenir, de sa situation et du secteur économique auquel se rattache la société. La confiance dans l'entreprise et enfin la conjoncture économique générale auront un impact dans le prix.
- ✓ Le prix de l'action sur le marché sera déterminé en fonction de l'offre et de la demande.

## 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

### 1.F. quelles attentes de rendement, plus-values, ...

---

#### Le dividende d'une action

- ✓ Le dividende est la part de bénéfice net de la société distribué à l'actionnaire. L'actionnaire recevra donc un revenu associé à son action. La distribution de ce revenu procurera donc à l'actionnaire un rendement sur son placement.
  
- ✓ Le montant du dividende dépend à la fois :
  - ✓ Des résultats de l'entreprise,
  - ✓ De ses choix en termes de distribution du dividende.
  
- ✓ Exemple : L'action A qui cote 10 euros distribue un dividende de 1 euro par action. Le rendement est donc de 10%.

## 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

### 1.F. quelles attentes de rendement, plus-values, ...

---

#### La plus- ou moins-value d'une action (la cotation d'une action)

- ✓ Une action peut être vendue en Bourse à tout moment. Cette vente peut dégager une plus ou moins-value. Lorsque l'action est revendue plus chère que lors de l'achat, l'actionnaire gagne de l'argent en faisant un bénéfice, il réalise une plus-value. Lorsque l'action est vendue moins chère que lors de l'achat, une perte est réalisée, une moins-value est donc dégagée.
- ✓ Exemple : Une action est achetée à 10 euros le jour J et revendue à 12 euros un an après. La somme gagnée, la plus-value est de 2 euros (hors frais d'intermédiaire). Si l'action est revendue à 9 euros, la somme perdue est une moins value de 1 euro (hors frais d'intermédiaire).

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.G. actions ordinaires, actions de préférence et modes de détention

---

### 2 grandes familles d'actions en fonction des droits qui leur sont associés

- ✓ Les « actions ordinaires »
- ✓ Ces actions sont les plus répandues, elles représentent la quasi totalité des actions cotées à la Bourse de Paris. L'action ordinaire donne l'intégralité des droits attachés, droit de vote, de dividendes, à l'information, sur l'actif social.
- ✓ Deux formats de titres / modes de détention des titres sont possibles :
- ✓ - **Au porteur** : une action est par défaut au porteur. L'identité des actionnaires n'est pas connue par la société (actionnaire anonyme pour l'émetteur). L'inscription dans les livres de compte auprès d'un intermédiaire financier suffit à l'investisseur pour prouver la propriété de ses titres. Lorsque les titres sont échangés en Bourse, ils sont obligatoirement au porteur.
  - ✓ Information directe des actionnaires par l'émetteur impossible et information des actionnaires par le dépositaire conservateur pas obligatoire et pas systématique ;
  - ✓ Stratégies de prise de contrôle facilité par l'anonymat et la discrétion ;
  - ✓ Système très souple pour un horizon d'investissement à court terme.

# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.G. actions ordinaires, actions de préférence et modes de détention

---

### 2 grandes familles d'actions

- ✓ - **Au nominatif** : une action au nominatif permet à l'actionnaire d'être identifié, connu par la société et enregistré dans ses livres.
  - ✓ Connaissance du détenteur final par l'émetteur ;
    - ✓ Soit un choix de l'émetteur, qui veut connaître ses actionnaires directement ;
    - ✓ Soit un choix de l'actionnaire, qui peut demander à être inscrit nominativement auprès de l'émetteur ;
    - ✓ Soit une obligation réglementaire (titres non cotés obligatoirement au nominatif) ;
  - ✓ Possibilité de bénéficier d'avantages attachés aux actions détenues à long terme (un programme de fidélité) comme :
    - ✓ Double droit de vote,
    - ✓ Superdividende,
    - ✓ Etc.
  - ✓ Protection du capital car stratégies de prise de contrôle visibles ;
  - ✓ Communication des données par le dépositaire éventuel encadrées par la loi (art. L.228-2 du Code du Commerce) pour éviter les abus ;



# 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

## 1.G. actions ordinaires, actions de préférence et modes de détention

---

### 2 grandes familles d'actions

- ✓ On distingue le nominatif pur et administré.
  
- ✓ Au nominatif pur, les titres sont inscrits directement dans les livres de la société qui en assure la gestion et la garde. Pas de dépositaire intermédiaire ;
  - ✓ En cas de revente des actions par l'investisseur, nécessité de faire appel à un intermédiaire financier ;
  - ✓ Protection forte du capital de l'entreprise (stabilité du noyau dur et lisibilité des stratégies de prises de contrôle) ;
  - ✓ Nombreux privilèges attribués par l'émetteur en contrepartie (et/ou)
    - ✓ Meilleure information,
    - ✓ Gratuité des droits de garde,
    - ✓ Droit de vote double après une période définie de détention,
    - ✓ Attribution d'actions gratuites (« chèque fidélité »).
  
- ✓ Au nominatif administré, les titres sont enregistrés auprès de la société mais gardés auprès de l'intermédiaire financier, qui gère la relation avec l'émetteur et transmet obligatoirement les informations aux actionnaires.

## 1. PRESENTATION GENERALE DES MARCHES ACTIONS

### 1.G. actions ordinaires, actions de préférence et modes de détention

---

#### 2 grandes familles d'actions

- ✓ Les actions de préférence aussi appelées actions à droit de vote double ou actions privilégiées, confèrent à leurs titulaires des avantages particuliers par rapport à des actions ordinaires. La société peut modifier les droits pécuniaires (dividende prioritaire, priorité au rachat) ou politiques (droits d'information spécifique, attribution de sièges, droit de veto) ;
- ✓ Issues de l'ingénierie financière ;
- ✓ Répondent à l'objectif général de gérer la ressource financière et la dilution du pouvoir, d'accroître le financement tout en permettant aux actionnaires les plus anciens de garder le contrôle.

---

### Actions ordinaires et nominatives

#### Actions démembrées

Action de préférence

- ❖ Actions de priorité
- ❖ Action à dividende prioritaire sans droit de vote
- ❖ Certificat d'investissement (CI) et certificat de droit de vote (CDV)

#### Autres titres de capital

- ✓ Actions à double droit de vote (ADV)
- ✓ Actions reflet
- ✓ Les American Depositary Receipt (ADR)

#### Quasi-capital ou autres sources de capitaux permanents

- ✓ Les Obligations à Bons de Souscriptions d'Actions (OBSA)
- ✓ Les Obligations Convertibles en actions (OC)
- ✓ Les Obligations Remboursables en Actions (ORA)

## 2. LES TITRES DE CAPITAL

### 2.A. actions ordinaires et nominatives

---

#### Actions ordinaires et nominatives

- ✓ Instrument le plus classique ;
- ✓ Plusieurs droits selon la théorie des droits de propriété (Furubotn et Pejovich, 1972) :
  - ✓ l'usus : usage de l'entreprise : sa gestion, généralement déléguée à un dirigeant ;
  - ✓ l'abusus : « disposition de l'entreprise » : création, vente et annulation de titres ;
  - ✓ le fructus : fruit de l'activité de l'entreprise : rémunération ;
- ✓ Exposition directe à la performance de l'entreprise (copropriétaire et pas créancier) ;
- ✓ Titre de propriété dématérialisé (depuis les 80's en France) donc simple inscription en compte chez un teneur de compte conservateur ou dépositaire.

### Actions ordinaires et nominatives

✓ Fraction du capital d'une société ⇔ Droits du propriétaire de cette fraction de capital :

✓ Droit à l'information

accès à la liasse fiscale, au bilan et au compte de résultat, aux rapports annuels, semestriels, voire trimestriels ;

✓ Droit de vote et d'éligibilité ⇔

- ❖ participation à la prise de décision dans l'entreprise lors de l'Assemblée Générale Ordinaire (approbation des comptes et de la stratégie de l'entreprise, distribution du dividende, nomination des dirigeants et administrateurs, ...)
- ❖ et lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire (opération sur la structure financière de l'entreprise : approbation d'opérations sur titres, opérations sur le capital, gestion de la dette)
- ❖ sur le principe 1 action = 1 droit de vote ;

## 2. LES TITRES DE CAPITAL

### 2.A. actions ordinaires et nominatives

---

#### Actions ordinaires et nominatives

- ✓ Droit à la rémunération

Droit pécuniaire permettant à l'actionnaire de recevoir tout ou partie des bénéfices réalisés par l'entreprise (dividendes, actions gratuites émises par intégration des réserves dans les capitaux propres) et l'éventuelle plus-value ;

- ✓ Droit à l'actif net ;

- ✓ Droit préférentiel de souscription dans certains cas.

### Actions ordinaires et nominatives (suite)

✓ Droit au remboursement

- ❖ Droit pécuniaire permettant à l'actionnaire, lors de la liquidation de l'entreprise, de récupérer le capital nominal éventuellement majoré du boni de liquidation ou minoré du mali de liquidation jusqu'à concurrence des apports;
- ❖ Actionnaire = « créancier résiduel » ⇔ dernier servi après tous les autres créanciers ;

✓ Droit de cession

Possibilité de l'actionnaire de céder ses titres sur les marchés financiers pour réaliser une éventuelle plus-value, pour éviter une perte et/ou pour exprimer sa réprobation quant à la stratégie et aux résultats de l'entreprise (« vote par les pieds »).

## 2. LES TITRES DE CAPITAL

### 2.B. les actions démembrées

---

#### Actions démembrées

- ✓ Modifications des droits attachés aux actions ;
- ✓ Motivation de l'émetteur :
  - ✓ Maintien du contrôle par les actionnaires anciens, ou,
  - ✓ Attribution d'un avantage aux actionnaires stables ;
- ✓ Asymétrie entre les porteurs de titres ;
- ✓ Actions porteurs de droits inférieurs souvent décotés sur le marché ;
- ✓ Complexité de gestion financière et juridique ;
- ✓ ⇔ relatif désintérêt des investisseurs (droits moindres) ;
  
- ✓ En RESUME :
- ✓ **Action ordinaire** = accumulation de tous les droits  
/
- ✓ **Action de préférence** = éclatement des droits de l'action ordinaire, en droit de vote et droit financier.
- ✓ Réglementairement limitées à  $\frac{1}{2}$  du capital de la société et au  $\frac{1}{4}$  en cas de société cotée.



## 2. LES TITRES DE CAPITAL

### 2.B. les actions démembrées

---

- ✓ **Action de préférence** = nom générique remplaçant toutes les catégories d'actions de privilège existant avant 2004.
  
- ✓ Pas de rétroactivité instaurée en 2004 donc existence des **anciennes souches** :
  - ✓ **Actions de priorité**  
Actions ordinaires (portant un droit de vote) avec avantages financiers (dividende majoré par exemple) ou avantages extra-financiers (droit à l'information, ...);
  - ✓ **Action à dividende prioritaire sans droit de vote**  
Dividende prioritaire en contrepartie de l'abandon du droit de vote ;  
En cas d'impossibilité de verser le dividende prioritaire, il reste exigible sur les 2 exercices suivants ;  
Utilisée par les entreprises en difficulté qui procèdent à une augmentation de capital sans remettre en cause le contrôle des actionnaires anciens ;  
Limitées au quart du total du capital social de l'émetteur.
  - ✓ **Certificat d'investissement (CI) et certificat de droit de vote (CDV)**  
Démembrement d'une action ordinaire en certificat donnant accès aux droits financiers (CI) et certificat de droit de vote (CDV) donc parité de 1 pour 1.  
Possession des 2 ⇔ remembrement de l'action  
Détenue du CDV uniquement nominative.

## 2. LES TITRES DE CAPITAL

### 2.C. autres titres de capital

---

Autres titres de capital créés par l'ingénierie financière pour

- ✓ Optimiser la valorisation de l'entreprise ou
- ✓ Offrir un avantage aux actionnaires stables.

#### Actions à double droit de vote (ADV)

- ✓ Titres de capital donnant droit à 2 droits de vote au lieu d'1 ;
- ✓ Article L.225-123 du Code du commerce ;
- ✓ Attribuées notamment aux actionnaires stables (détention des titres de capital de la société depuis au moins deux ans).

### Actions reflet

- ✓ Actions « reflet » (tracking stocks)
- ✓ Reflètent la performance d'une activité non filialisée d'une entreprise en termes de :
  - ✓ Valorisation ;
  - ✓ Distribution des dividendes ;
- ✓ Pour l'émetteur :
  - ✓ Économie des coûts de filialisation ;
  - ✓ Maintient des synergies industrielles ;
  - ✓ Maintien du contrôle sur l'activité ;
- ✓ Pour les porteurs d'actions « reflet » :
  - ✓ Rémunération fonction de l'activité ;
  - ✓ Actionnaires de la société dans son ensemble, avec droit de vote ;
- ✓ 1<sup>ère</sup> émission en France en octobre 2000 : lancement par Alcatel d'une action reflet sur sa division Alcatel Optronics.

### Les American Depositary Receipt (ADR)

- ✓ Procédure allégée de cotation d'une entreprise étrangère sur le marché américain ;
- ✓ ADR : certificat négociable représentatif d'une ou plusieurs actions (sous-jacent) d'une société non américaine cotée sur un marché étranger ;
  
- ✓ Mécanisme =
- ✓ Contournement des contraintes fortes pour les émissions d'actions sur les marchés américains ;
- ✓ Dépôt des actions de la société étrangère auprès d'une banque américaine ;
- ✓ Émission par la banque américaine de certificats nominatifs, appelés ADR ;
- ✓ Gestion des flux liés aux ADR par la banque américaine ;
- ✓ Classification par la SEC (Securities Exchange Commission) en fonction du niveau d'information exigé.

### Les American Depositary Receipt (ADR) (suite)

- ✓ Lancement du 1<sup>er</sup> programme d'ADR par JPMorgan en 1927, sur une société britannique ;
- ✓ ADR cotés en \$ ;
- ✓ Porteurs d'ADR : droits attachés au sous-jacent, notamment :
  - ✓ Droit de vote ;
  - ✓ Droit au dividende, payé en \$ ;
- ✓ 2 types d'ADR :
  - ✓ ADR « sponsorisés » ayant reçu l'aval de l'émetteur ;
  - ✓ ADR « non sponsorisés » n'ayant pas reçu l'aval de l'émetteur.
  
- ✓ Mécanisme généralisé sur tous les marchés internationaux ⇔
- ✓ Modalité de proposition de titres représentatifs d'actions étrangères :
- ✓ Les European Depositary Receipt (EDR),
  - ✓ Émis en € par des banques européennes ;
- ✓ Les Global Depositary Receipt (GDR) ou International Depositary Receipt (IDR),
  - ✓ Émis en \$, négociables par le plus grand nombre d'opérateurs mondiaux.

## 2. LES TITRES DE CAPITAL

### 2.D. le quasi-capital ou autres sources de capitaux permanents

---

#### Les Obligations à Bons de Souscriptions d'Actions (OBSA)

- ✓ Obligations auxquelles est attaché un bon de souscription d'actions ;
- ✓ Bon de souscription = option (droit) de l'investisseur de souscrire à une future augmentation de capital (nouvelles actions) à un prix prédéterminé ;
- ✓ Cotation séparée de l'obligation et du bon de souscription.

#### Les Obligations Convertibles en actions

- ✓ Option (droit) de l'investisseur, s'il le souhaite, d'échanger sa dette contre des actions du même émetteur,
- ✓ Selon une parité d'échange fixée à l'émission ;
- ✓ Avantage pour l'investisseur : arbitrage entre le rendement de l'obligation et le rendement de l'action ;
- ✓ Avantages pour l'émetteur :
  - ✓ réduction du coût de la dette (et remboursement à l'échéance évité si l'obligation est convertie) ;
  - ✓ économie d'une émission potentielle d'actions à un prix supérieur au marché actuel.

#### Les Obligations Remboursables en Actions (ORA)

- ✓ Remboursement obligatoire de la créance en actions de l'émetteur ;
- ✓ Selon une parité fixée à l'avance ;
- ✓ Avantage pour l'émetteur :
  - ✓ pas de remboursement de la dette à l'échéance ;
  - ✓ garantie d'une émission d'actions à un prix supérieur au marché actuel.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.A. définition

---

- ✓ **Opération Sur Titres (OST) (corporate action)** = tout évènement de la vie d'un titre, susceptible d'en modifier les caractéristiques ;
  - ✓ Souvent déjà prévu dans le principe, au moment de l'émission ;
  - ✓ Ou correspondant à de nouvelles situations :
    - ✓ Nouveaux besoins de financement (augmentation de capital)
    - ✓ Modification dans l'activité (offre publique d'achat ou d'échange)
    - ✓ ...
- ✓ Initiée soit par l'émetteur, soit par des tiers ;
- ✓ Plusieurs types d'OST non exclusives les unes des autres ;
- ✓ Gestion administrative des OST très complexe et très délicate pour le Teneur de Compte Conservateur ;
- ✓ Très sensible pour les produits cash, mais également grande activité sur les OST du fait de la croissance des marchés dérivés.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.B. les dates liés aux OST

---

Plusieurs dates caractéristiques d'une OST :

✓ **Ex date**

- ✓ Date à partir de laquelle le droit économique cesse d'être attaché au titre ⇔
- ✓ Date à partir de laquelle l'achat du titre ne donne plus droit à l'OST ;
- ✓ Ex : un coupon.

✓ **Record date**

- ✓ Date à laquelle le dépositaire central identifie les bénéficiaires de l'OST ;
- ✓ Les bénéficiaires de l'OST seront ensuite réglés via les teneurs de compte conservateur (TCC) ;
- ✓ Nombreuses réclamations (market claims) par les porteurs de titres ayant acheté des titres avant l'Ex Date (donc bénéficiaires a priori) mais qui n'ont pas été livrés à la Record date (donc pas identifiés par le dépositaire) ;
- ✓ Placement de la Record date par rapport aux autres dates différentes d'un marché à l'autre ;



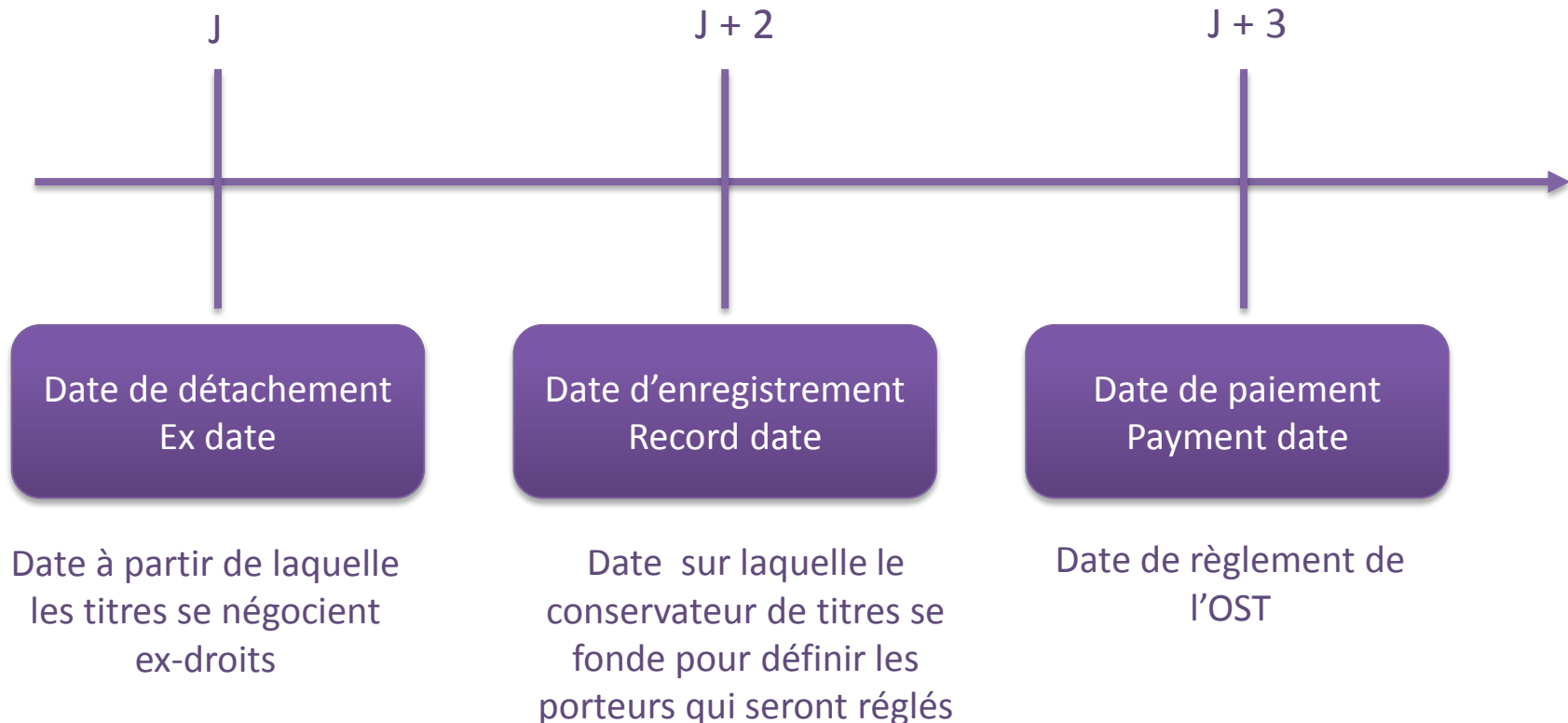
## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.B. les dates liés aux OST

#### ✓ Payment date

- ✓ Date à laquelle a lieu la distribution engendrée par l'OST.

#### les dates d'une OST sur le marché français



## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.B. les dates liés aux OST

---

#### ✓ Les market claims

#### ✓ exemple

- ✓ Détachement de dividende (10 € ) pour une action prévu le 10 mars (donc ex date le 10 mars à 0h00) avec une record date au 12 mars à 0h00 et un paiement effectif le 12 mars.
- ✓ Ma position titres au 6 mars = 100 titres réglés livrés ;
- ✓ Le 9 mars, j'en achète 100 de plus, avec un règlement livraison prévu le 12 mars selon le schéma classique de règlement livraison en J+3 ;
- ✓ Comment vais-je être traité lors de cette OST ?

#### ✓ Gestion automatique des market claims ... pas automatique

- ✓ Capacité d'Euroclear France de gérer automatiquement les market claims, sans aucune intervention manuelle ;
- ✓ Pas le cas de tous les systèmes de règlement livraison.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.B. les dates liés aux OST

---

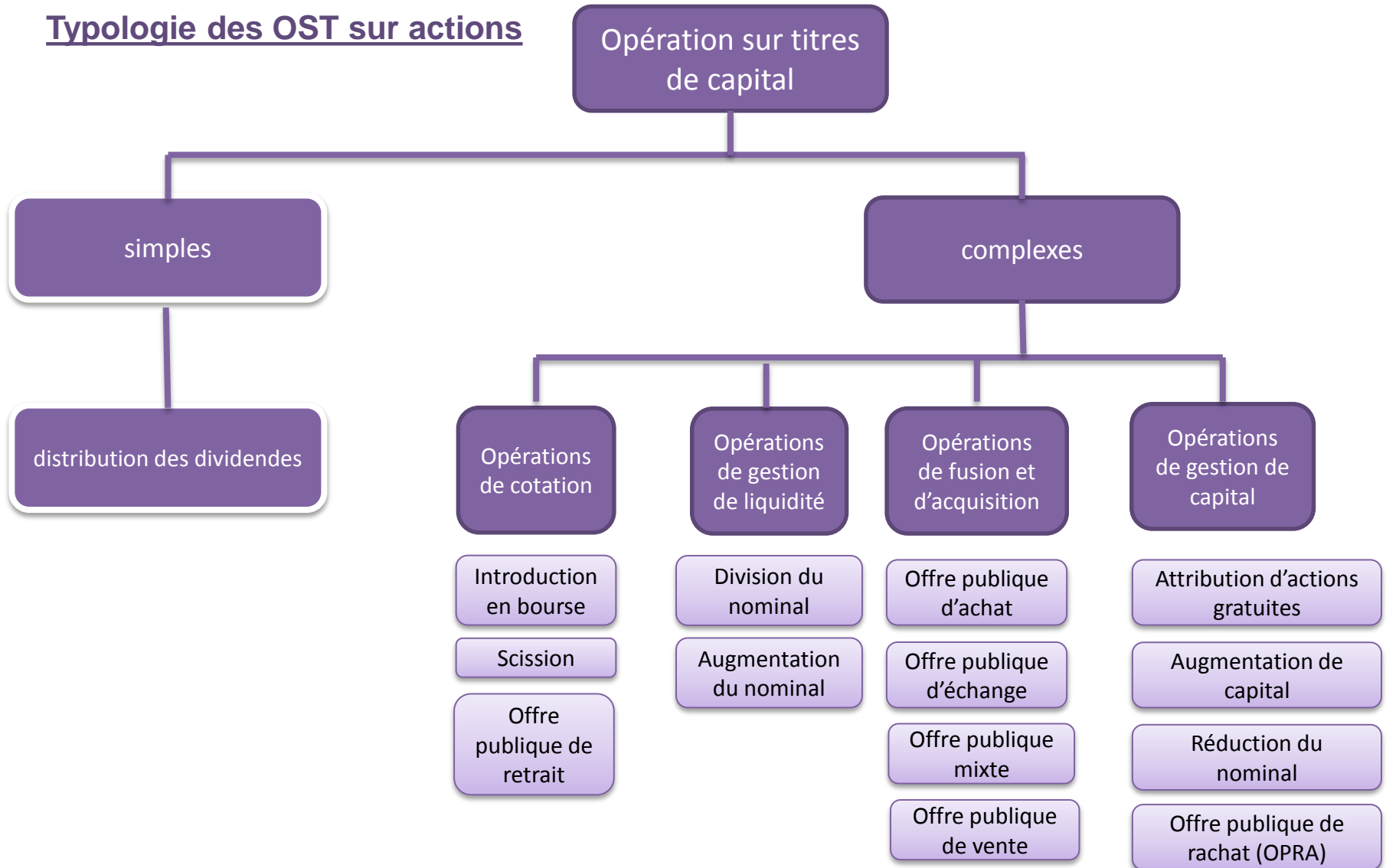
#### Exemple

- ✓ ex date le 10 mars à 0h00 ; record date au 12 mars à 0h00 ; payment date le 12 mars.
- ✓ 100 titres réglés livrés + achat de 100 le 9 mars, règlement J+3

#### Réponse

- ✓ À la record date du 12 mars à 0h00, ma position chez mon teneur de compte conservateur est de :
  - + 100 titres livrés réglés
  - + 100 titres à recevoir
- ✓ Le 12 mars, au cours de la journée, je recevrai ( $100 \times 10\text{€} =$ ) 1 000 € au titre des 100 titres réglés livrés et je devrai instruire une réclamation (market claim) pour les 100 titres que je n'ai pas encore reçus mais pour lesquels j'ai droit au coupon.

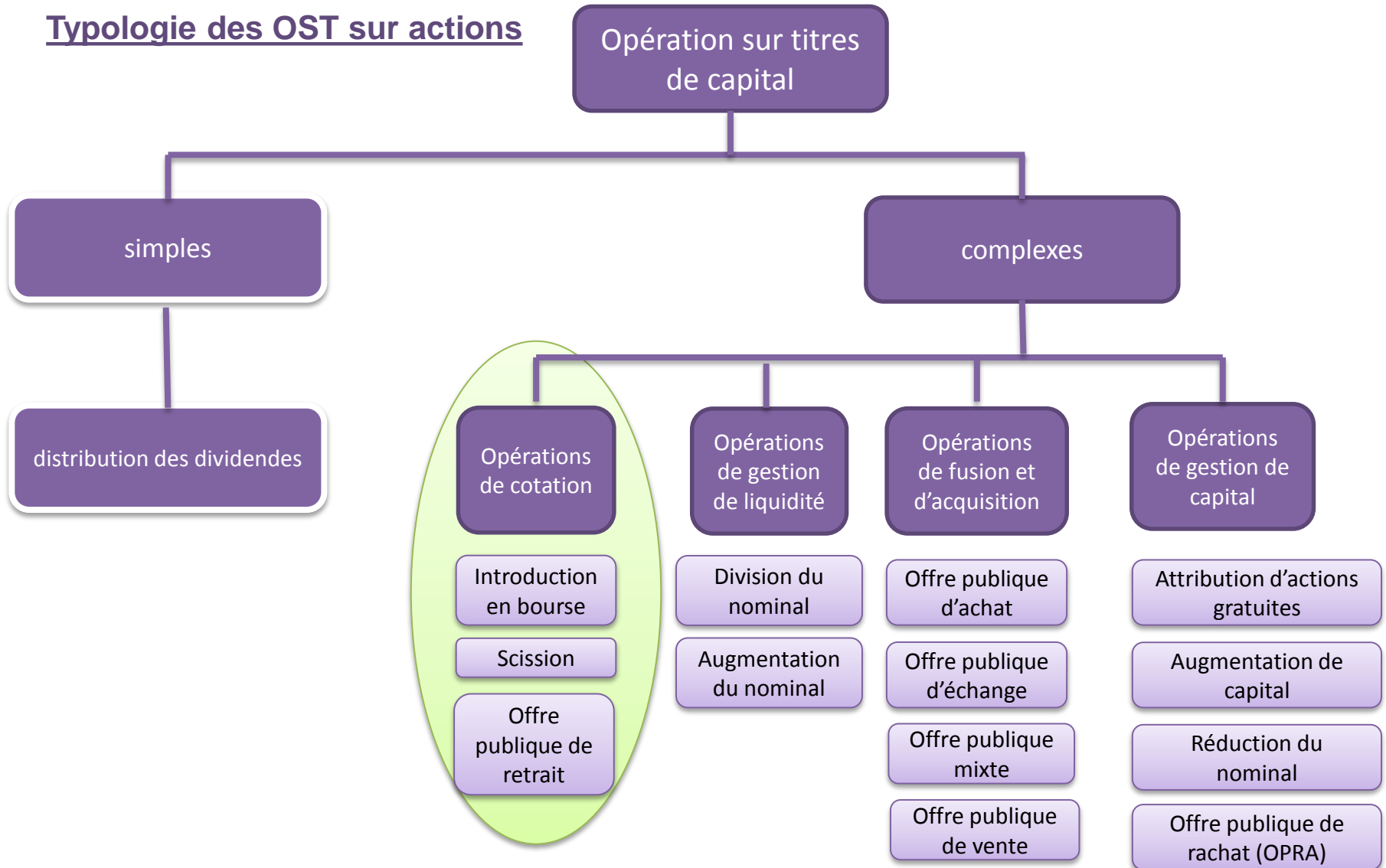
Typologie des OST sur actions



### versement de dividende

- ✓ opération régulière,
  - ✓ ayant un impact sur la cotation (baisse du cours proportionnelle à la mesure du dividende et à son caractère exceptionnel) ;
  - ✓  $\Leftrightarrow$  part de bénéfice de l'entreprise déterminé par le résultat net comptable, votée en AGO ;
  - ✓ NB : bénéfice non distribué = placé dans les comptes de réserves et dans le report à nouveau. Intérêts opposés des actionnaires et des dirigeants quant au versement du dividende.
- 
- ✓ En France,
    - ✓ exercice comptable  $\Leftrightarrow$  année civile n pour les entreprises cotées,
    - ✓ AGO au printemps n+1 : décision de la répartition du résultat pour un versement du dividende en une seule fois en mai n+1.

Typologie des OST sur actions



### Introduction en Bourse (ou Initial Public Offering : IPO)

- ✓ Opération d'émission inaugurale de titres de capital sur le marché primaire ;
- ✓ Objectif : accéder à un financement
  - ✓ valorisant l'entreprise aux conditions de marché,
  - ✓ et/ou permettant la sortie du capital d'un actionnaire important après un délai (lock-up) ;
- ✓ Plusieurs modalités reflétant l'incertitude sur la valorisation de l'action émise :
  - ✓ L'Offre à Prix Ferme (OPF) : prix d'émission précisément fixé ;
  - ✓ L'Offre à Prix Minimal (OPM) : prix d'émission assorti d'un seuil minimum ;
  - ✓ L'Offre à Prix Ouvert (OPO) : prix d'émission compris dans une fourchette (bornes incluses) ;
- ✓ Probabilité forte que demande de titres > offre de titres donc ordres de souscription partiellement honorés. Taux de service = quantité servie / quantité demandée, indicateur du succès de l'émission (sursouscription).

### La scission ou essaimage (spin-off)

- ✓ Opération de filialisation d'une partie de l'activité de l'entreprise ;
- ✓ Objectif :
  - ✓ valorisation aux conditions de marché (réduction du value gap) ;
  - ✓ Ou cession d'une activité jugée non stratégique (recentrage sur le core business) ;
- ✓ valorisation aux conditions de marché :
- ✓ Value gap = écart constaté entre la valeur globale d'un groupe et la somme des valeurs séparées de chacune des filiales qui le constituent ;
- ✓ Spin-off = « vente par appartements » pour récupérer tout ou partie du value gap ;
- ✓ Recentrage core business ou évolution de l'activité du groupe : exemple de Vivendi en 1999 : création de Vivendi Environnement (loger tous les services à l'environnement) puis introduction en bourse / recentrage du reste de l'activité de Vivendi (loisirs et médias), devenu Vivendi Universal.

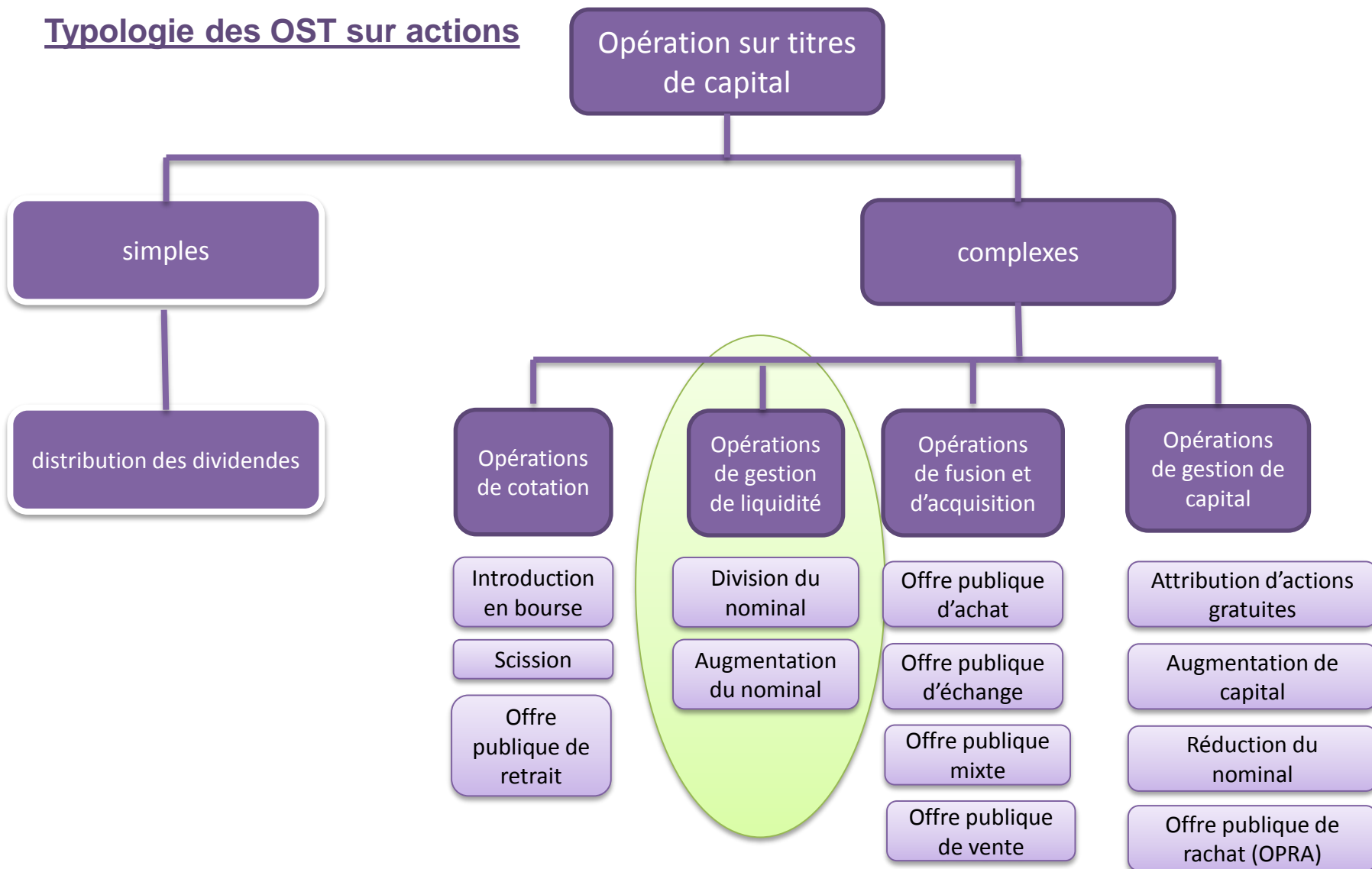
(la suite : en 2003, Vivendi Environnement devient Veolia Environnement puis Veolia en 2005)



### La retrait de la cote par Offre Publique de Retrait (OPR)

- ✓ Opération de rachat par l'émetteur de la totalité des titres de capital en circulation (le flottant) ;
- ✓ Objectifs :
  - ✓ Économie de l'émetteur par disparition des coûts de cotation ;
  - ✓ Réduction du risque en termes de contrôle du capital ;
- ✓ **Mesure réglementaire** obligatoire pour une société qui acquiert > 95 % du capital social de l'entreprise.

Typologie des OST sur actions



## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.F. les OST de gestion de liquidité

---

- ✓ Pilotage du comportement sur les marchés d'un titre dont la cotation est jugée par l'émetteur excessive, ou faible ou erratique.

#### La division du nominal ou « split »

- ✓ Opération de réduction du nominal de l'action en contrepartie d'une augmentation équivalente du nombre de titres (capitalisation boursière inchangée) afin d'en améliorer la liquidité ;
- ✓ Ex : Bureau Veritas le 21 juin 2013 : nominal divisé par 4, cours de bourse passant de 0,48 centimes à 0,12 centimes, nombre d'actions en circulation passant de plus de 110 millions à un peu plus de 442 millions.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

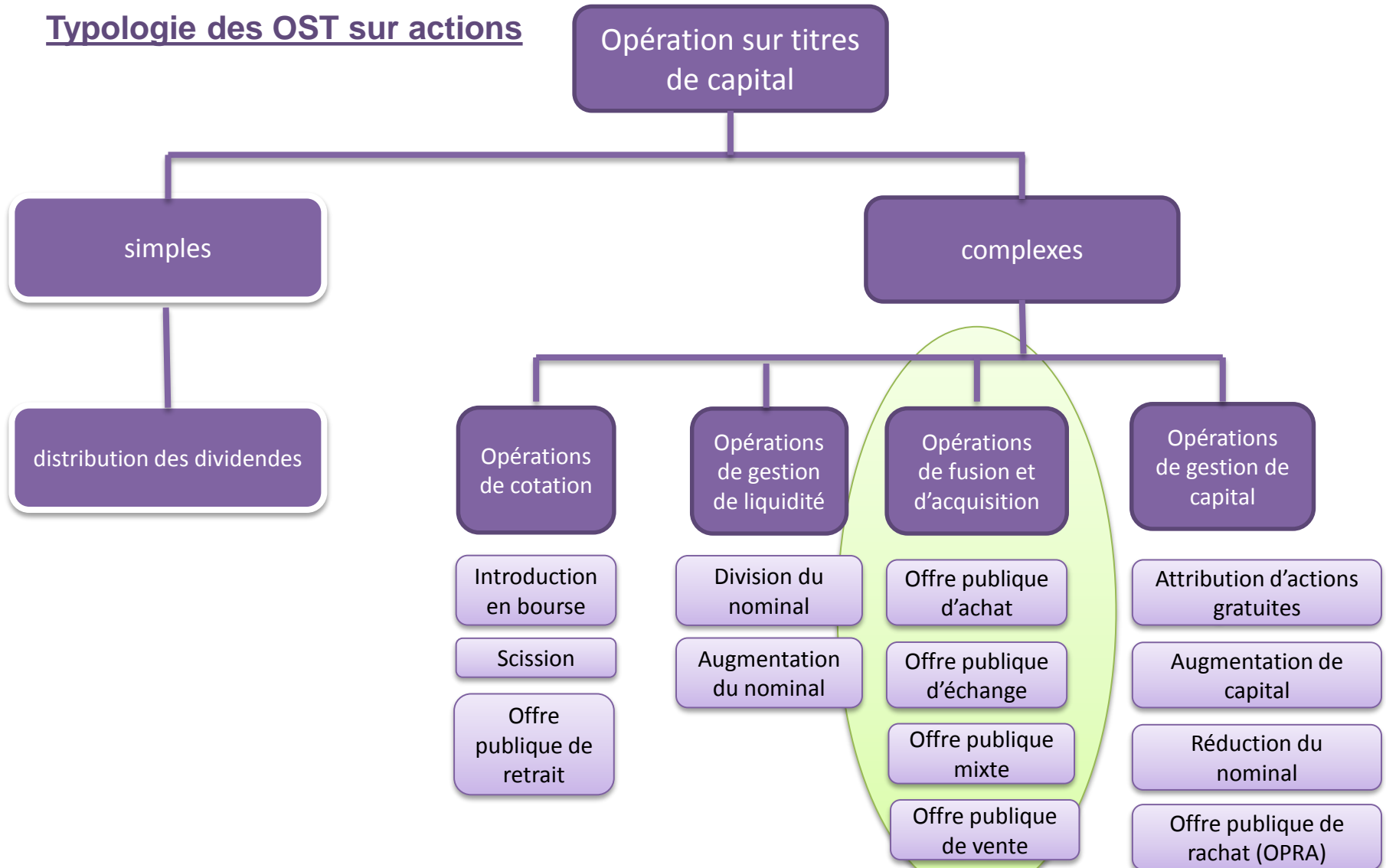
### 3.F. les OST de gestion de liquidité

---

#### L'augmentation du nominal ou « reverse split »

- ✓ Opération d'augmentation du nominal de l'action en contrepartie d'une réduction équivalente du nombre de titres (capitalisation boursière inchangée) ;
- ✓ **Objectif** : sortir de la catégorie des penny stocks (cotation inférieure à 1 unité de devise, moins d'un € en zone €) ;
- ✓ Niveau de cotation faible  $\Leftrightarrow$  volatilité forte.
- ✓ Exemple d'Eurotunnel courant 2006, cotation à 0,40 € avec une variation minimale de 2,5% par jour.

Typologie des OST sur actions



## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.G. les OST de fusion et d'acquisition

---

- ✓ Les plus connues du grand public ;
- ✓ Correspondent à des stratégies de croissance externe ;
- ✓ Souvent présentées par les dirigeants comme des opérations de création de valeur actionnariale.

#### définition

- ✓ Opérations visant pour une entreprise initiatrice à acheter les titres de capital d'une entreprise cible dans une **stratégie** de
  - ✓ Concentration d'un secteur (rachat d'un concurrent) ;
  - ✓ Intégration d'une filière par l'amont (rachat d'un fournisseur) ou par l'aval (rachat d'un client) ;
  - ✓ Diversification (entreprise ayant une activité sans lien direct).
- ✓ Opérations de **grosses tailles** donc contraignante en termes d'organisation ;
- ✓ Plusieurs **modalités** d'acquisition des entreprises cotées.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.G. les OST de fusion et d'acquisition

#### Modalités d'acquisition des entreprises

Modalités	Définition
Offre Publique d'Achat (OPA)	Proposition d'acquisition de titres de capital d'une société cible en contrepartie de numéraire. Mode d'acquisition le plus coûteux pour la société initiatrice, qui y consacre une partie de sa trésorerie.
Offre Publique d'Echange (OPE)	Proposition d'acquisition de titres de capital d'une société cible en contrepartie d'actions de l'entreprise initiatrice. Mode d'acquisition moins coûteux que l'OPA.
Offre Publique Mixte (OPM)	Proposition d'acquisition de titres de capital d'une société cible en contrepartie de numéraire (soulte) et/ou d'actions de l'entreprise initiatrice.
Offre Publique de Vente (OPV) ou offre de vente à prix ferme	Proposition de cession des titres de capital par un ou plusieurs de ses actionnaires à un prix fixé.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.G. les OST de fusion et d'acquisition

---

#### Offre Publique d'Achat

- ✓ Une des modalités d'acquisition mais pas la seule ;
- ✓ Terme générique vulgarisé pour tous les modes d'acquisition.

#### Offre Publique d'Echange

- ✓ Plus répandue que l'OPA ;
- ✓ Pas de sortie de numéraire des comptes de l'entreprise initiatrice ;
- ✓ Échange des titres de l'entreprise initiatrice contre ceux de la cible ;
- ✓ Inconvénient majeur : exposition forte des actionnaires de l'entreprise cible prêts à vendre leurs titres aux variations de marché.



## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.G. les OST de fusion et d'acquisition

---

#### Offre Publique Mixte

- ✓ Modalité la plus répandue sur les marchés ;
- ✓ Soit offre le choix de la modalité de paiement des actions de la cible ;
- ✓ Soit fixe un mix entre les titres de l'initiateur et du numéraire.

#### Offre Publique de Vente

- ✓ Organisation de la sortie du capital, dans de bonnes conditions, d'un ou plusieurs actionnaires importants ;
- ✓ Possibilité de suspension du cours de bourse pendant l'opération pour éviter une chute du cours née du déséquilibre entre la demande et la très forte offre de titres.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.G. les OST de fusion et d'acquisition

---

#### Les batailles boursières

- ✓ OST de fusions et acquisitions souvent génératrices de hausse de cours ;
- ✓ Prix proposé par l'entreprise initiatrice souvent supérieur au cours de bourse (jusqu'à 50% au-dessus) pour inciter les actionnaires de la société cible à apporter leurs titres à l'opération ;
- ✓ Transfert de richesse des actionnaires de l'entreprise initiatrice vers l'entreprise cible ;
- ✓ En cas d'anticipation d'échec de l'opération, ajustement des cours en conséquence.

#### Offre amicale / offre hostile

- ✓ **Offre amicale** : concertation des principaux actionnaires et dirigeants des deux sociétés impliquées, portant sur le prix et la répartition du pouvoir ;
- ✓ **Offre hostile** : proposition unilatérale d'acquisition des titres de la société cible, fondée sur l'affrontement entre les deux sociétés impliquées. En cas de réussite, dirigeants de la société rachetée licenciés ad nutum (sans préavis).

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.G. les OST de fusion et d'acquisition

---

#### Exemple de détermination de la prime de contrôle pour une OPM

- ✓ Initiatrice Francis, dernier cours connu 512 €
- ✓ Cible Francine, dernier cours connu 600 €
- ✓ OPM de Francis sur Francine selon les modalités suivantes :
- ✓ Soit OPA à 750 € pour chaque action Francine apportée ;
- ✓ Soit OPE 3 actions Francis pour 2 actions Francine
- ✓ Quelle est la modalité la plus intéressante pour un actionnaire de Francine ?
  
- ✓ Formule OPA (numéraire) :
- ✓ Prime =  $(750 - 600) / 600 = 0,25$  donc prime en numéraire de 25 %
  
- ✓ Formule OPE (actions) :
- ✓ Prime =  $(3 \times 512 - 2 \times 600) / (2 \times 600) = 0,28$  donc prime en actions de 28 %.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.G. les OST de fusion et d'acquisition

---

#### Quelques mesures de protection du capital des entreprises

- ✓ Dispositifs anti-OPA, souvent juridiques, appelés « poison pills » (pilules empoisonnées) ;
- ✓ Mis en place par les dirigeants et les grands actionnaires pour protéger leur pouvoir ;
- ✓ Mal considérés par les marchés financiers car arbitrages financiers plus difficiles.
  
- ✓ Mesures préventives : constitution d'un noyau dur d'actionnaires
  
- ✓ **Pacte d'actionnaires** = accord contractuel où les principaux actionnaires d'une société s'engagent à conserver leur participation pendant une durée déterminée ; autorités de marché informée de cette disposition ;
- ✓ **Actionnariat salarié** = intérêts convergents des actionnaires et des salariés (rémunération supplémentaire via le dividende) ; avantage = salariés souvent opposés aux OPA, souvent suivies de restructurations et donc de licenciements ;
- ✓ **Émission d'actions démembrées (ADV)** pour concentrer les droits de vote dans les mains des actionnaires fidèles ;
- ✓ **Limitation du flottant** (part du capital non-détenue par le noyau dur) : impossibilité d'acquérir une majorité d'actions sur les marchés.

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

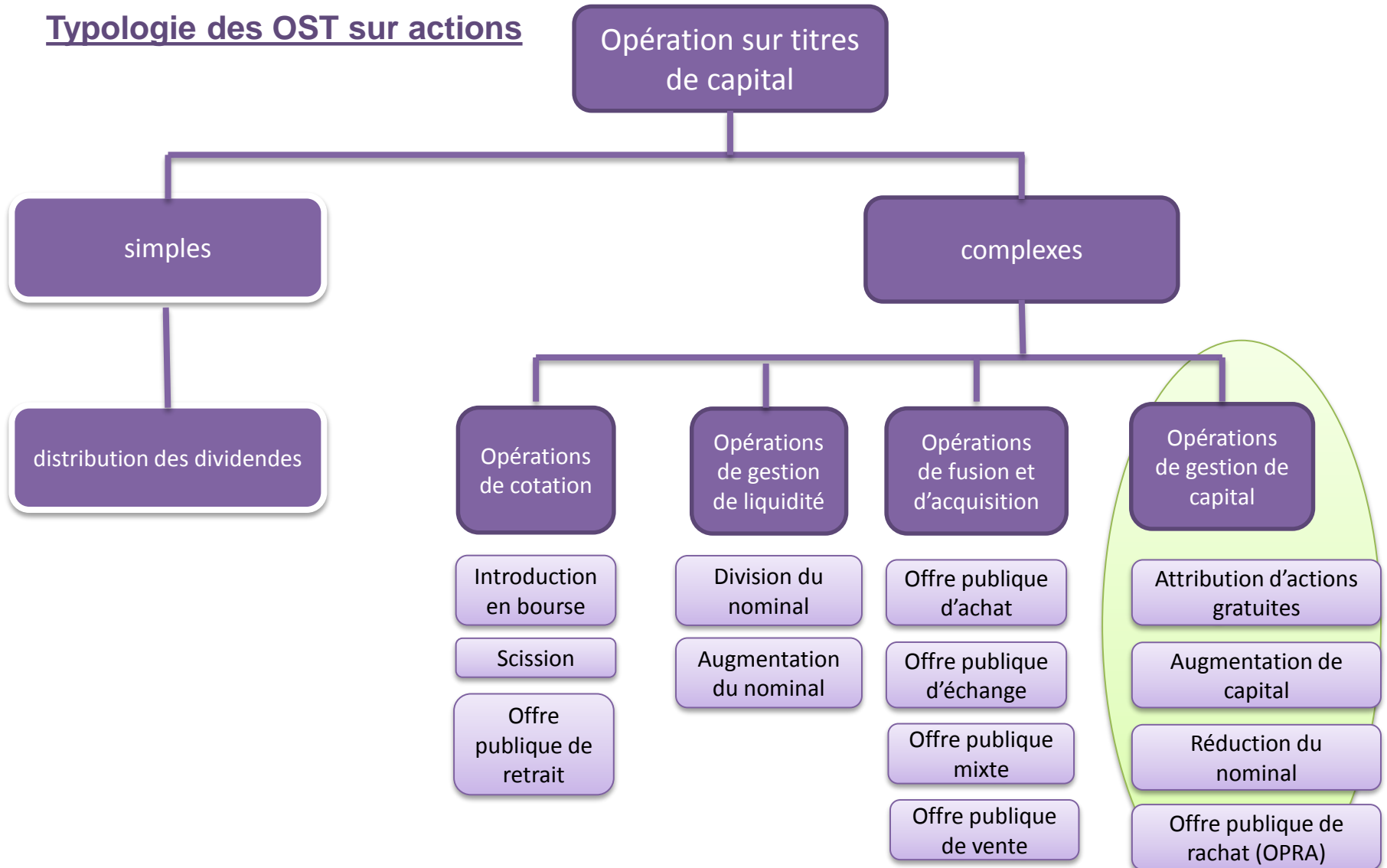
### 3.G. les OST de fusion et d'acquisition

---

#### Quelques mesures de protection du capital des entreprises (suite)

- ✓ Mesures défensives pour contrer l'offre non sollicitée
- ✓ Stratégie du « chevalier blanc » : trouver une entreprise en mesure de formuler une contre-proposition : choix du nouvel actionnaire principal par les dirigeants en contrepartie de la perte de leur indépendance ;
- ✓ Augmentation de capital pour renchérir le projet d'acquisition ;
- ✓ Stratégie « Pacman » ou « reverse take-over » : réplique de la société cible qui lance à son tour une OPA sur la société initiatrice.

Typologie des OST sur actions



## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.H. les OST de gestion de capital

---

#### Opérations ayant un impact

- ✓ sur le nombre d'actions de la société cotée ;
- ✓ sur le contrôle de la société ;
- ✓ sur la rémunération des porteurs

#### Attribution d'actions gratuites

- ✓ **Augmentation du capital social** par incorporation des réserves avec, en contrepartie, émission d'actions gratuites au profit des actionnaires ;
- ✓ Pas d'augmentation de volume des capitaux propres ; pas de ressources capitalistiques nouvelles ;
- ✓ **Neutre pour le patrimoine des actionnaires** (compensation de la baisse de valeur de l'action et de l'augmentation du nombre d'actions détenues).

## 3. LES OPERATIONS SUR TITRES (OST)

### 3.H. les OST de gestion de capital

---

#### Augmentation du capital

- ✓ Émission d'actions visant à financer l'expansion ou le redressement d'une entreprise, en contrepartie d'une dilution du capital ;
- ✓ Plusieurs modalités :
  - ✓ Par apport d'argent frais (« nouveau tour de table ») ;
  - ✓ Par conversion d'obligations convertibles en actions (OC) ;
  - ✓ Par remboursement d'obligations remboursables en actions (OAR).

#### Réduction du nominal

- ✓ Opération de division du nominal de l'action sans augmentation du nombre de titres dans l'objectif d'imputer sur le capital des pertes importantes avant, en général, de procéder à une augmentation du capital ;
- ✓ Contexte de plan de redressement ;
- ✓ Prise en charge des pertes accumulées par les actionnaires anciens, afin de présenter une situation assainie aux nouveaux actionnaires ;
- ✓ « coup d'accordéon » : peu apprécié par les actionnaires et les créanciers, nécessite une grande confiance dans le potentiel de l'entreprise et dans ses dirigeants.



### Offre Publique de Rachat (OPRA)

- ✓ Opération de réduction du capital pendant laquelle l'émetteur rachète ses propres titres disponibles sur les marchés pour les annuler
  - ✓ pour limiter le flottant (mesure anti-OPA) ou
  - ✓ pour utiliser une trésorerie abondante et restituer des free cash flows aux actionnaires.
- ✓ Seuil de 10 % du capital de l'entreprise :
  - ✓ En dessous de 10 % : programme simple de rachat d'actions possible ;
  - ✓ Au-dessus de 10 % : OPRA obligatoire.
- ✓ Programme proposé et voté en AG pour une durée < 18 mois ;
- ✓ Procédures très courantes dans la période 2001-2002 pour soutenir le cours des actions dans un contexte de
  - ✓ Forte baisse des marchés boursiers ;
  - ✓ Trésorerie abondante dans les entreprises ;
  - ✓ Faibles opportunités d'investissement ;
  - ✓ Contexte économique peu porteur.

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.A. introduction

---

- ✓ Défi : évaluation d'un titre
- ✓ dont les flux futurs ne sont pas connus à l'avance,
- ✓ à partir des seules informations disponibles à l'instant  $t$  :
  - ✓ Performances passées ;
  - ✓ Caractéristiques en termes de secteur d'activité, de structure financière, etc.
  
- ✓ Nombreuses théories pour appréhender le couple rendement/risque
- ✓ Consensus = espérance de gain croissante avec le risque ;
- ✓ Modélisation à partir des performances passées et des caractéristiques propres au secteur et à l'entreprise.
  
- ✓ Conflit entre
- ✓ La notion de valeur réelle de l'entreprise ;
- ✓ La valeur de l'entreprise sur les marchés actions (limitée à la seule valeur revenant aux actionnaires).
  
- ✓ Difficulté d'évaluer cette valeur revenant aux actionnaires
- ✓ Créanciers résiduels = flux hautement aléatoires

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.B. à la recherche de la « vraie » valeur

---

#### 1<sup>er</sup> stade : Valeur comptable

- ✓ Valeur comptable des capitaux propres = évaluation d'une entreprise sur la base de son actif net comptable (actif total minoré de l'actif fictif, des dettes et des provisions pour risques et charges) ;
- ✓ Valeur comptable des capitaux propres = Valeur Mathématique Comptable (VMC)
- ✓ Déterminée par un comptable à partir du patrimoine enregistré au bilan ;
- ✓ Déterminée à partir de l'observation de la situation présente, née des décisions passées ;
- ✓ Calcul encadré par des lois et normes comptables, vérifié par des commissaires aux comptes, surveillé par des autorités de marché ;
- ✓ Inconvénient : difficulté à intégrer les éléments immatériels de la valeur de l'entreprise tels que :
  - ✓ La ou les marques,
  - ✓ Les fichiers clients,
  - ✓ Les dépenses de publicité,
  - ✓ Les brevets développés,
  - ✓ Les parts de marché,
  - ✓ Les sites internet ;
- ✓ Trop partiel : préférence pour la valeur fondamentale.

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.B. à la recherche de la « vraie » valeur

---

#### 2<sup>ème</sup> stade : Valeur fondamentale

- ✓ Valeur fondamentale des capitaux propres = évaluation d'une entreprise sur la base de la somme des flux futurs actualisés qu'elle va générer au profit des actionnaires.
- ✓ Déterminée par un analyste financier ;
- ✓ Calcul fondé sur la capacité de l'entreprise à dégager des bénéfices compte tenu du contexte économique et des perspectives de développement.
- ✓ Calcul basé sur les « fondamentaux » = ensembles des éléments matériels (patrimoine physique) ET immatériels (qualité du processus productif, compétences des salariés et des dirigeants, fidélité des clients, ...).
- ✓ Pas une « science exacte » = pluralité d'estimations et donc de recommandations d'analystes pas forcément convergentes.

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.B. à la recherche de la « vraie » valeur

---

#### 3<sup>ème</sup> stade : capitalisation boursière

- ✓ Caractéristique des marchés ;
- ✓ Capitalisation boursière = valorisation de l'ensemble des titres de propriété émis par une entreprise.
- ✓ Cours de cotation  $\times$  nombre de titres émis.
- ✓ Issue de la confrontation de l'offre et de la demande sur les marchés.
- ✓ Très volatile.

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.C. focus sur la capitalisation boursière

---

- ✓ Capitalisation boursière = valeur de marché de ses capitaux propres ;
- ✓ Capitalisation boursière = nombre d'actions x cours de l'action ;
- ✓ Très variable puisque fonction du cours de bourse ;
  - ✓ Éventuelles variations « artificielles » lors de rachat d'action ou de rumeurs de rachat ;
  - ✓ NB : en cas de prise de contrôle total (acquisition de 100% des parts de l'entreprise), somme de la valeur total des actions d'une société > capitalisation boursière : l'acquéreur offre une prime de contrôle (20% à 30% de la valeur de l'action) pour inciter les actionnaires à lui céder leurs parts ;
- ✓ Répartition des actions en fonction de la taille de leur capitalisation boursière : Small Caps, Mid Caps, Big Caps ;
  - ✓ Classification très importante car contrainte de gestion (effet de seuil) ;
  - ✓ « Small Caps » : souvent considérés comme des investissements prometteurs (gros potentiel de développement), souvent entreprises récentes ;
  - ✓ « Big Caps » : les plus liquides, aussi appelées « Blue Chips », considérées comme les moins risquées (réputation faite) ;

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.C. focus sur la capitalisation boursière

---

- ✓ Classification américaine « Big Caps », « Mid Caps », « Small Caps » :
- ✓ « Big Caps » : capitalisation boursière > \$ 10 milliards
- ✓ « Mid Caps » : \$ 2 milliards < capitalisation boursière < \$ 10 milliards
- ✓ « Small Caps » : \$ 300 millions < capitalisation boursière < \$ 10 milliards
- ✓ « Micro Caps » : \$ 50 millions < capitalisation boursière < \$ 300 millions
- ✓ « Nano Caps » : capitalisation boursière < \$ 50 millions
  
- ✓ Evolution de la classification en fonction
  - ✓ De l'époque
  - ✓ En 1980, capitalisation d'une « Big Cap » = \$ 1 milliard
  - ✓ Entre 1970 et 2005, capitalisation boursière des actions françaises multipliée par 100 sous l'influence de 3 facteurs :
    - ✓ La progression des cours,
    - ✓ La cotation des sociétés de taille intermédiaire,
    - ✓ Les privatisations depuis 1986 ;
  - ✓ Du niveau des marchés
  - ✓ Des Opérations Sur Titres réalisées
    - ✓ Ex : un rachat d'actions par l'émetteur (OPRA) = signe de sous-valorisation => montée du cours de bourse.

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.C. focus sur la capitalisation boursière

---

#### Tiercé des capitalisations mondiales au 10 février 2014 (source Le Monde)

1<sup>ère</sup> capitalisation mondiale : Apple (472 milliards de \$)

2<sup>ème</sup> capitalisation mondiale : Google (394 milliards de \$)

3<sup>ème</sup> capitalisation mondiale : ExxonMobil (388 milliards de \$)

#### bulle boursière ou nouvelle réalité :

##### Au 13 février 2015, Google et Facebook ⇔

- ✓ 50% de la capitalisation boursière du CAC40 (942 milliards d'€) ;
- ✓ 40% de marge opérationnelle pour FaceBook, 25% pour Google, contre 9% en moyenne pour le CAC40 ;
- ✓ 11 milliards d'€ de bénéfices nets réalisés en 2014, soit ¼ de ceux attendus pour l'ensemble du CAC40 (47 milliards d'€ attendus) ;
- ✓ 37% de croissance du Chiffres d'Affaires attendue en 2015 pour Facebook et 16% pour Google.



## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.C. focus sur la capitalisation boursière

---

#### Capitalisation boursière d'Apple : le record de 700 milliards est-il dû à ses ingénieurs ou ses financiers ? (article du HuffingtonPost du 25 novembre 2014)

- ✓ 1<sup>ère</sup> entreprise à dépasser ce seuil symbolique ;
- ✓ Performance justifiée par les bonnes performances de l'iPhone 6 ;
- ✓ Mouvement également expliqué par le split du titre réalisé en juin 2014 sur la base de 7 nouveaux titres pour 1 ancien :
  - ✓ Amélioration de la liquidité du titre ;
  - ✓ Diminution de la valeur de chaque titre, considérée comme trop élevée ces dernières années pour intéresser tous les investisseurs potentiels (environ \$ 560 au printemps / \$ 100 après split, \$ 122 le 11 février 2015) ;
- ✓ Apple a déjà utilisé cette astuce pour doper le cours à 3 reprises (le 15 mai 1987, le 21 juin 2000 et le 18 février 2005).

Objectif = déterminer la valeur fondamentale

### Le modèle générique

- ✓ Approche par les fondamentaux ;
- ✓ Valeur actuelle d'un titre,  $P_0$  = somme des flux futurs actualisés ;
- ✓ Formule =

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

avec :

$D_t$  = le dividende versé à la période  $t$  ,

$r$  le taux d'actualisation

$P_n$  le prix de cession de l'action à la date  $n$

### Le modèle générique

- ✓ Modèle simple mais très difficile à utiliser par la difficulté à déterminer les trois variables :

$(D_t)$  le dividende versé à la période  $t$  ,

$(r)$  le taux d'actualisation

$(P_n)$  le prix de cession de l'action à la date  $n$ .

- ✓ Simplification possible : reproduction de la même théorie,

À une date  $n$  le prix de revente de l'action  $P_n$  est égale à la somme des flux futurs,

On obtient une valeur de la firme intégralement dépendante du dividende, soit :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

- ✓ D'où l'importance énorme de l'estimation des dividendes futurs et donc de la qualité des estimations des analystes.

### Le modèle à dividende constant

- ✓ Modèle d'évaluation générique + hypothèse de dividende constant durant toute la vie de l'entreprise sur le modèle de l'évaluation des rentes perpétuelles (intérêt périodique et pas de remboursement),
- ✓ Donc si  $\forall t, D_t = D$ , alors

$$P_0 = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

équivalent à

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

- ✓ Modèle pratique mais peu réaliste (dividende constant pas réaliste).

### Le modèle de Gordon-Shapiro

- ✓ Contournement de l'hypothèse des dividendes constants
- ✓ Nouvelle hypothèse = hausse régulière du dividende
- ✓ Formule :

$$P_0 = \frac{D_{t+1}}{r - g}$$

- ✓ Avec  $D_{t+1}$  dividende anticipé à la prochaine période,
  - ✓  $r$  Le taux d'actualisation,
  - ✓  $g$  Le taux de croissance anticipé des dividendes.
- 
- ✓  $P_0$  augmente avec l'augmentation du dividende et du taux de croissance des dividendes.
  - ✓ Hypothèse encombrante (nécessité mathématique sans réalité économique) :  $r > g$

### Le modèle de Gordon-Shapiro (suite)

- ✓ Modèle imparfait mais le plus abouti car accepte une variabilité (à sens unique !) du dividende ;
- ✓ Modèle cohérent avec la théorie financière moderne :
  - ✓ Pour Modigliani et Miller (1961), neutralité de la valeur de la firme par rapport aux dividendes ;
  - ✓ Sous l'hypothèse d'identité de traitement fiscal entre les dividendes et les plus-values,
  - ✓ Équivalent de distribuer un dividende ou de réinvestir le flux dans un projet dont le taux de rentabilité est conforme au risque ;
- ✓ Pour Gordon et Shapiro, influence du dividende car  $\Leftrightarrow$  accroissement de la capacité bénéficiaire de l'entreprise ;
- ✓ Dirigeants incités à augmenter le dividende versé à taux de croissance constant (signal positif auto-réalisateur de la capacité de l'entreprise à générer des flux croissants).

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.E. les indicateurs usuels

---

Indicateurs de performance et de risque des actions face aux difficultés de prévision des flux futurs et face au nombre important d'émetteurs à évaluer.

#### Conventions d'écriture

RNC = Résultat Net Comptable,

D = dividende par action,

CP = montant des capitaux propres (capital social + réserves),

P = cours de l'action,

N = nombre d'actions.

#### Indicateurs de performance

Deux types de performance =

- ✓ performance économique liée à l'activité de l'entreprise,
- ✓ Performance financière liée à l'évolution du cours de l'action sur les marchés financiers.

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.E. les indicateurs usuels

---

RNC = Résultat Net Comptable, D = dividende par action, CP = montant des capitaux propres (capital social + réserves), P = cours de l'action, N = nombre d'actions.

#### Indicateurs de performance (suite)

✓ Bénéfice Net Par Action (BNPA ou BPA)

Indicateur de performance économique, de la capacité bénéficiaire de l'entreprise :

$$BPA = \frac{RNC}{N}$$

✓ Taux de distribution (pay out ratio)

Indicateur de la politique de dividende de l'entreprise :

$$d = \frac{D}{BPA}$$

✓ Taux de rendement (dividend yield)

Indicateur de performance financière mesurant la politique de dividende de l'entreprise ;

Identifie la part du dividende dans la rentabilité du titre :

$$R = \frac{D}{P}$$



## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.E. les indicateurs usuels

---

RNC = Résultat Net Comptable, D = dividende par action, CP = montant des capitaux propres (capital social + réserves), P = cours de l'action, N = nombre d'actions.

### Indicateurs de performance (suite)

#### ✓ Ratio de Gordon

Indicateur de l'évolution dans le temps de la politique de dividende de l'entreprise (les réserves incluses dans les capitaux propres sont des bénéfices antérieurs non distribués)

$$G = \frac{D * N}{CP}$$

#### ✓ Return on Equity (RoE) ou rentabilité des capitaux propres

Indicateur de la performance économique, en rapportant le bénéfice aux capitaux propres constitués du capital et des réserves

$$RoE = \frac{RNC}{CP}$$

## 4. EVALUATION DU PRIX D'UNE ACTION

### 4.E. les indicateurs usuels

---

RNC = Résultat Net Comptable, D = dividende par action, CP = montant des capitaux propres (capital social + réserves), P = cours de l'action, N = nombre d'actions.

### Indicateurs de valorisation

Supposés détecter la sur ou la sous-estimation des actions,  
Utilisés comme signal d'achat ou de vente.

#### ✓ Price Earning Ratio (PER ou P/R)

Indicateur très utilisé,

À l'intersection de la valeur économique (BPA) et de la valeur financière (P),  
la valeur marchande sur les marchés d'1 € de bénéfice comptable, et/ou  
le nombre d'années de bénéfices nécessaire à payer le prix du titre.

Outil de comparaison des entreprises entre elles ou d'une entreprise par rapport au secteur  
ou à un benchmark.

$$PER = \frac{P}{BPA}$$

#### Indicateurs de valorisation (suite)

- ✓ PER de l'entreprise < PER de la valeur de référence

PER de l'entreprise jugé faible donc bénéfice élevé comparé au cours

Performance économique prioritaire

Valeur de rendement ou titre « value »

Typiquement grands groupes sur des marchés matures

Valeur plutôt défensive, recherchée dans un contexte économique dégradé

En cas de PER vraiment faible, décote possible, signal d'achat.

- ✓ PER de l'entreprise > PER de la valeur de référence

PER de l'entreprise élevé donc bénéfice faible comparé au cours

Performance financière prioritaire

Valeur de croissance ou titre « growth »

Typiquement entreprise récente sur marché innovant, à croissance importante et investissements élevés, tournée vers la prospérité future

Valeur recherchée dans un contexte de croissance économique forte

En cas de PER vraiment fort, surévaluation possible, signal de vente.

### Indicateurs de valorisation (suite)

- ✓ Autres utilisations du PER

#### Indicateur de sur ou sous valorisation

PER multiplié par le BPA prévisionnel, comparé au cours actuel

$$PER * BPA_{\text{prévisionnel}} = \frac{P}{BPA} * BPA_{\text{prévisionnel}}$$

#### Mesure du coût du capital

Estimation de la norme de rentabilité que doit atteindre l'entreprise pour rémunérer les actionnaires au niveau de risque encouru

Inverse du PER

$$\frac{1}{PER} = \frac{BPA}{P}$$

### Indicateurs de valorisation (suite)

- ✓ Price-to-book ratio ou market-to-book ratio ou ratio de Marris (P/B)

Mesure de performance

Ratio = valeur de marché / indicateur de valeur comptable

Ratio = cours de marché / valeur des capitaux propres par action

Expression du prix que les investisseurs sont prêts à payer pour 1€ de capitaux propres

Expression de l'écart entre la valorisation de marché et la valorisation comptable

Indicateur de création de valeur actionnariale pour identifier les causes économiques et financières des évolutions dans le temps du ratio

Généralement élevé pour les valeurs de croissance, faible pour les valeurs de rendement.

$$P/B = \frac{P}{CP/N}$$

## 5. FACEBOOK : LECONS D'UNE IPO RATEE

### 5.A. contexte de l'introduction en bourse de Facebook

---

#### Contexte de l'IPO de Facebook



- ✓ 1<sup>er</sup> réseau social sur Internet, cotation en bourse très attendue
- ✓ 9 banques introductrices ;
- ✓ Introduction en bourse (IPO) sur le Nasdaq le 18 mai 2012 ;
- ✓ Introduction au prix de 38 \$
- ✓ Valorisation globale à 95 milliards de dollars
- ✓ Placement de 16 milliards, dont 6,8 milliards d'augmentation de capital ; le reste en cession actions existantes ;
- ✓ 3<sup>ème</sup> plus grosse IPO de l'histoire, 2<sup>ème</sup> aux Etats-Unis
- ✓ Énormes sursouscriptions (plusieurs dizaines de milliards la veille) ;
- ✓ Forte hausse du cours à l'ouverture le jour même à 42,05 \$
- ✓ Avant d'entamer sa chute ;
- ✓ 3 mois plus tard, cours = 19 \$

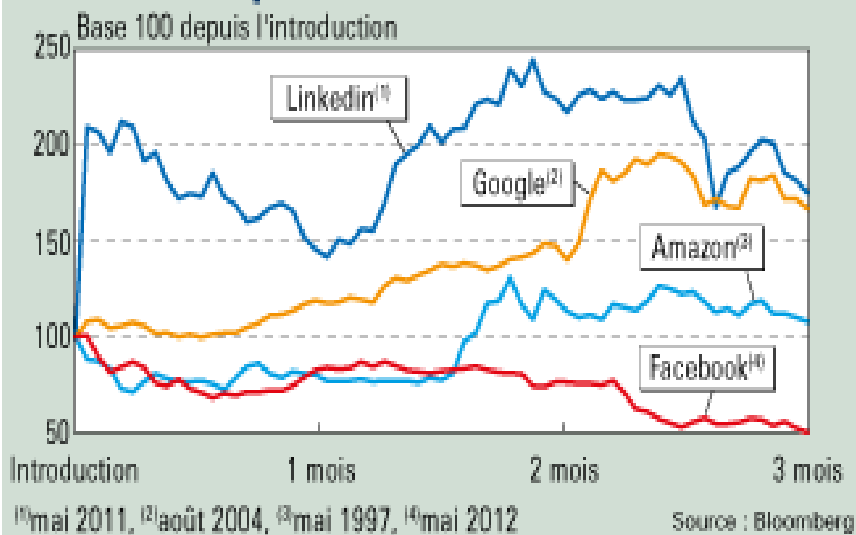
### Une valorisation difficile

- ✓ Business internet = tous les espoirs des investisseurs ;
- ✓ Défi de la valorisation de ce type d'entreprises
- ✓ Méthode des 9 banques introductrices : approche multicritères à base de
- ✓ comparables (comparaison avec les ratios d'autres entreprises du secteur) et de
- ✓ méthodes des cash-flows actualisés
- ✓ Idée directrice consensuelle : Facebook deviendrait rapidement la page d'accueil de nombreux internautes, à la place de Google,
- ✓ Difficulté : comment monétiser ce trafic énorme ?

### Critiques (a posteriori !)

- ✓ Approche des cash-flows futurs actualisés délicate à utiliser pour des entreprises jeunes et innovantes, sans historique long ;
- ✓ Choix des comparables très subjectif (Google, LinkedIn, Amazon)
- ✓ Plan d'affaires de Facebook confus ;
- ✓ Beaucoup de souscripteurs « à n'importe quel prix » pour ne pas passer à côté du phénomène ;
- ✓ Remise en cause du principe même de l'IPO (vendeurs mieux informés que les acheteurs)

### Des scénarios très différents pour les trois premiers mois de cotation



### Une méthode des « comparables » peu significative ici

	Facebook	Google	Amazon	LinkedIn
Capitalisation (en mds \$)	46	223	111	11
PER	66	20	299	82
VE/Ebitda	30	12	54	118
VE/CA	9	4	2	15
PEG* (5 ans)	1,5	1,0	9,3	2,7

\*Price earning growth : PER divisé par un taux de croissance moyen anticipé

Sources : Capital IQ, Bloomberg (au 29 août)



## 5. FACEBOOK : LECONS D'UNE IPO RATEE

### 5.D. autres éléments d'analyse : le vrai déroulement de l'opération

---

- ✓ Banques introductrices égarées
- ✓ Prix décidé après analyse financière : fourchette 28 \$ – 34 \$ (soit une valorisation à 70 – 85 milliards)
- ✓ **Caractéristiques habituelles pour ce genre d'entreprises**
- ✓ Capitalisation boursière limitée à une fourchette : 100 - 500 millions de \$
- ✓ Petite part de flottant (effet rareté) permettant une perspective de gains rapides
- ✓ Décote d'IPO entre 30% et 40% du fait du manque de visibilité sur les cash-flows
- ✓ **Ici, caractéristiques inhabituelles :**
- ✓ Banques introductrices entraînées par la pression des dirigeants pour atteindre le cap symbolique des 100 milliards de capitalisation boursière
- ✓ Part de flottant élevé
- ✓ Décote limitée à la fourchette 0% - 10%
- ✓ **Face à l'importance de la demande** (tirant le prix au-dessus de 40\$) proposition du leader des banques de
- ✓ Augmenter la fourchette de prix à 34\$ - 38\$,
- ✓ Augmenter la taille du placement à 421 millions d'actions, permettant à certains actionnaires de vendre plus que prévu .

## 5. FACEBOOK : LECONS D'UNE IPO RATEE

### 5.D. autres éléments d'analyse : le vrai déroulement de l'opération

---

- ✓ Conséquences :
- ✓ Prix plus élevé,
- ✓ Effet rareté diminué,
- ✓ Importantes positions vendeuses des actionnaires historiques
- ✓ Circonstance aggravante : dysfonctionnement de la Bourse
- ✓ Bataille Nasdaq / Nyse pour obtenir l'IPO, gagnée par le Nasdaq
- ✓ Couac de plateforme informatique pendant plus de 2 heures
- ✓ Aucune information sur l'exécution des ordres accumulés dans le carnet d'ordres,
- ✓ Grande confusion et mouvement de vente,
- ✓ Avec volonté, non suivie, de suspendre la cotation de la part des plus gros intervenants qui ne savaient plus quelle était leur position,
- ✓ Transmission des ordres par la Bourse vers un autre système avec des distorsions de cours demandés,
- ✓ Intervention de la banque introductrice pour stabiliser le titre,
- ✓ Mauvaise communication de la Bourse promettant une indemnisation possible,
- ✓ Ajustement des perspectives sur Facebook,
- ✓ Enquête de la SEC