

# Thème 02

# Financement

Lecture :

Fundamentals Of Corporate Finance

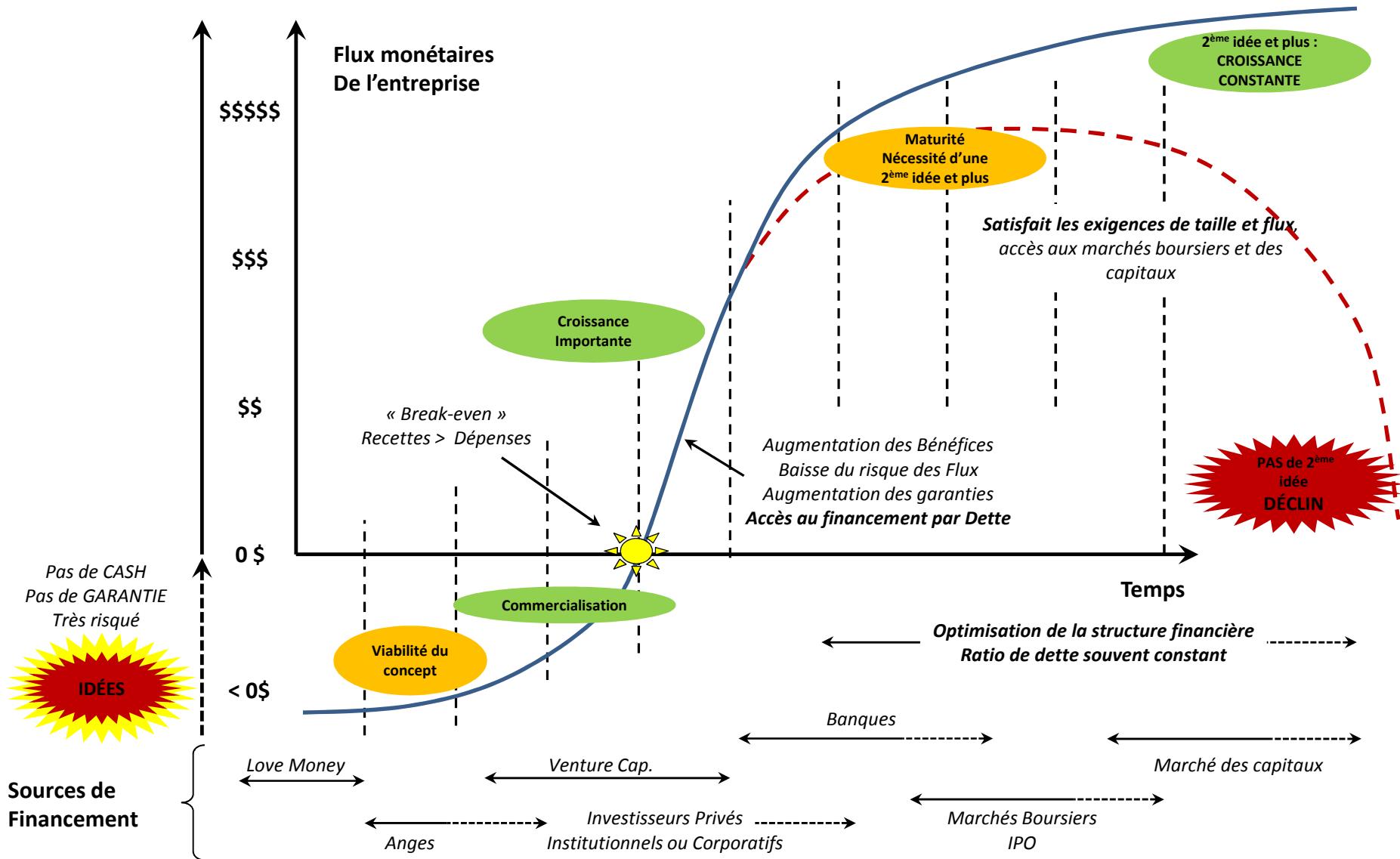
Chapitre 15

# Financement

---

- Le cycle de financement de l'entreprise
- Venture Capital
- IPO – Initial Public Offering
- IPO – Évaluation
- SEO et droits de souscription
- Dilution
- Émission de dette long terme

# Cycle de financement d'une entreprise



# Cycle de financement de l'entreprise

- Au tout début...
  - L'idée, le concept...
    - Principe : un chercheur n'a souvent qu'une idée dans sa vie
  - Mais :
    - Pas vraiment d'argent
    - Aucune garantie
  - La solution : « *Love Money* »
    - Le capital initial pour débuter est habituellement fourni par l'entrepreneur et sa famille



# Cycle de financement de l'entreprise

---

- Il faut d'abord convaincre de la possible viabilité du concept:
- *Les business angels («anges investisseurs »)*
  - Des investisseurs individuels qui achètent des intérêts (ou capitaux propres) dans des petites firmes privées
  - Ils possèdent souvent une expérience en gestion ainsi qu'une très bonne tolérance au risque
  - Ils investissent dans des petites entreprises qui ont un fort potentiel de croissance et interviennent souvent dans leurs premiers stades de développement
  - Ils souhaitent généralement liquider leurs investissements en vendant leurs titres à un stade plus avancé du développement.
  - Il est difficile d'en trouver

# Cycle de financement de l'entreprise

---

- **Vient ensuite le temps de la commercialisation**
- *Venture Capital (capital-risque)*
  - Les entreprises de capital-risque
    - Ce sont des partenariats à responsabilité limitée spécialisés dans l'investissement privé dans de jeunes compagnies
    - Elles se spécialisent dans la mise en commun et l'investissement de fonds provenant de différentes sources.
    - Très difficile à trouver et très coûteux. Ils prennent typiquement 40% ou plus du capital et s'impliquent dans la gestion (sièges au conseil d'administration, nomination de dirigeants)

# Venture Capital

---

- **Définition de Venture Capital:**
  - Financement pour des entreprises nouvelles, généralement à haut risque.
  - Elles mettent en commun des fonds de diverses sources (particuliers fortunés, fonds de pension, compagnies d'assurance, grandes entreprises...).
  - Généralement en échange d'actions.
  - Les sociétés de capital-risque investissent dans un portefeuille d'entreprises, dont la plupart échouent, mais les projets qui réussissent compensent les pertes des échecs.
- **Particularité du capital-risqueur (« venture capitalist »):**
  - Pourvoit à la première évaluation de l'entreprise reconnue par les pairs
  - Pourvoit généralement à tout ou partie du management, ou à son simple soutien via le conseil d'administration.
  - Peut se spécialiser dans une industrie ou plusieurs secteurs et s'associer à d'autres capital-risqueurs sur des projets importants, offrant à chacun une diversification d'investissement
  - Les principales stratégies de sortie:
    - Amener la compagnie aux critères d'IPO afin de maximiser leur rendement en revendant leurs parts. (cashing out)
    - Cependant, dans plus de 80% des cas, la compagnie sera vendue, soit à d'autres investisseurs privés, soit à une compagnie publique sur le marché des fusions et acquisitions.

# Venture Capital

---

- **Choisir son VC en tant qu'entrepreneur**

- Critères :

- Solidité financière
      - Le financement est généralement par étapes, ou fonction de l'évolution de votre entreprise. Vous voulez que les fonds soient disponibles
      - Étapes types : Seed ou ground, mezzanine, first & second stage...
      - Attention : à chaque nouveau financement, vous perdez un peu plus de contrôle...
    - Style de management compatible
      - Attention : il y a dilution du contrôle du fait de la vente d'actions à droits de vote: contrôle interne ou externe (Conseil Admin.)
    - Historique et références d'investissements
    - Contacts actuels dans votre secteur
    - Stratégie de sortie
      - Les capital-risqueurs ne sont généralement pas des investisseurs long terme (c'est un mode de financement très cher)

# Venture Capital

---

- **Particularité de la participation des VC :** Les actions privilégiées (preferred stocks)
- Lorsque le fondateur d'une entreprise décide d'émettre des fonds propres pour la première fois, il procède habituellement par émission d'actions privilégiées plutôt que d'actions ordinaires.
- Caractéristiques des actions privilégiées émises par les compagnies matures
  - Les actions privilégiées ont préséance sur les actions ordinaires en ce qui a trait au versement du dividende et à la distribution de l'actif net de la société en cas de liquidation
  - Les détenteurs d'actions privilégiées n'ont généralement pas de droit de vote
  - Elles paient généralement un dividende régulier en espèce
- Caractéristiques des actions privilégiées émises par les jeunes compagnies
  - Préséance du dividende et priorité en cas de liquidation
  - Ne paient généralement pas de dividende en espèce
  - Celles-ci possèdent souvent un droit de convertir les actions privilégiées en actions ordinaires (actions privilégiées convertibles).

# Cycle de financement de l'entreprise

---

- **Une fois les premières ventes réalisées:**
- *Les investisseurs institutionnels*
  - Les fonds de pension, compagnies d'assurance, les fonds de dotation et les fondations sont des investisseurs actifs dans les compagnies privées
  - Ces investisseurs institutionnels peuvent investir directement dans des firmes privées ou indirectement en devenant des partenaires à responsabilité limitée dans les firmes de capital-risque.
- *Les investisseurs corporatifs*
  - Pendant que la plupart des autres types d'investisseurs sont principalement intéressés par le potentiel de rendement élevé que procure le capital-risque, les investisseurs corporatifs investissent souvent pour des considérations stratégiques servant au développement d'une région dans laquelle ils opèrent.

# Cycle de financement de l'entreprise

---

- **Après que les flux monétaires se sont stabilisés et que le risque d'exploitation de l'entreprise a diminué:**
- *Les banques :*
  - Apportent des prêts
  - Exigences de présentation d'états-financiers prévisionnels, de garanties physiques et de multiples ratios de contrôle : fonds de roulement, couverture des intérêts, ratio de dette...
- **Remarque :** Ce stade est très important pour les tout premiers investisseurs externes et pour l'entrepreneur
  - Love money, Anges et quelques Venture Cap : Ils sont des investisseurs en actions privilégiées ou ordinaires. L'accès à la dette va leur permettre toucher leur retour sur investissement. C'est une de leur première stratégie de sortie
  - L'entrepreneur : L'accès à la dette va lui permettre de racheter ses parts et reprendre un peu du contrôle perdu

# Cycle de financement de l'entreprise

---

- **Après que les exigences des marchés ont été satisfaites:**
  - Premier Appel Publique à l'épargne (ou IPO)
    - C'est l'opération par laquelle une entreprise lève des fonds propres en émettant pour la première fois des titres auprès du public investisseur
    - L'émission d'actions et d'obligations suivent relativement le même processus, sauf que les obligations restent plus souvent dans le domaine privé
  - Exemples d'exigences : Bourse de Toronto (2013)
    - Exigences distinctes pour 3 types d'entreprises: industrielles, minières ou pétrolières et gazières.
    - Entreprise industrielle : Actifs corporels > 2M\$, Bénéfices > 200 000 \$, BAI > 500 000\$ et un fonds de roulement adéquat
    - Exigences plus strictes pour les entreprises qui ne sont pas encore profitables.
    - Les procédures peuvent prendre entre 3 et 6 mois.

# Cycle de financement de l'entreprise

---

- **L'important pour l'entrepreneur**
  - Comment est-ce que le capital venant de l'extérieur va affecter son contrôle de sa compagnie?
  - La culture, la personnalité et bien d'autres facteurs peuvent être les causes d'échecs personnels pour n'avoir pas accepté le risque de partager le contrôle

# IPO – Initial Public Offering

---

- **Premier appel public à l'épargne – PAPE**
  - Processus qui décrit la création et la vente de titres destinés à être transigés sur les marchés publics
    - Le conseil d'administration décide de l'IPO
    - Le directeur financier prépare les documents légaux et le « Road-show », parcours destiné à rencontrer et convaincre le plus d'investisseurs possible
      - Exemple de Road-Show : site du cours « Endoceutics – 2009 »
      - Le principe de road-show est le même pour tester une IPO ou chercher des Ventures Cap
      - Le « road show » est souvent organisé par le souscripteur
    - La Commission des Valeurs Mobilières vérifie les documents, et peut suggérer des changements
    - Lorsque le prospectus « Red Herring » est validé, le prix de vente est déterminé et le souscripteur peut procéder à la vente

# IPO – Initial Public Offering

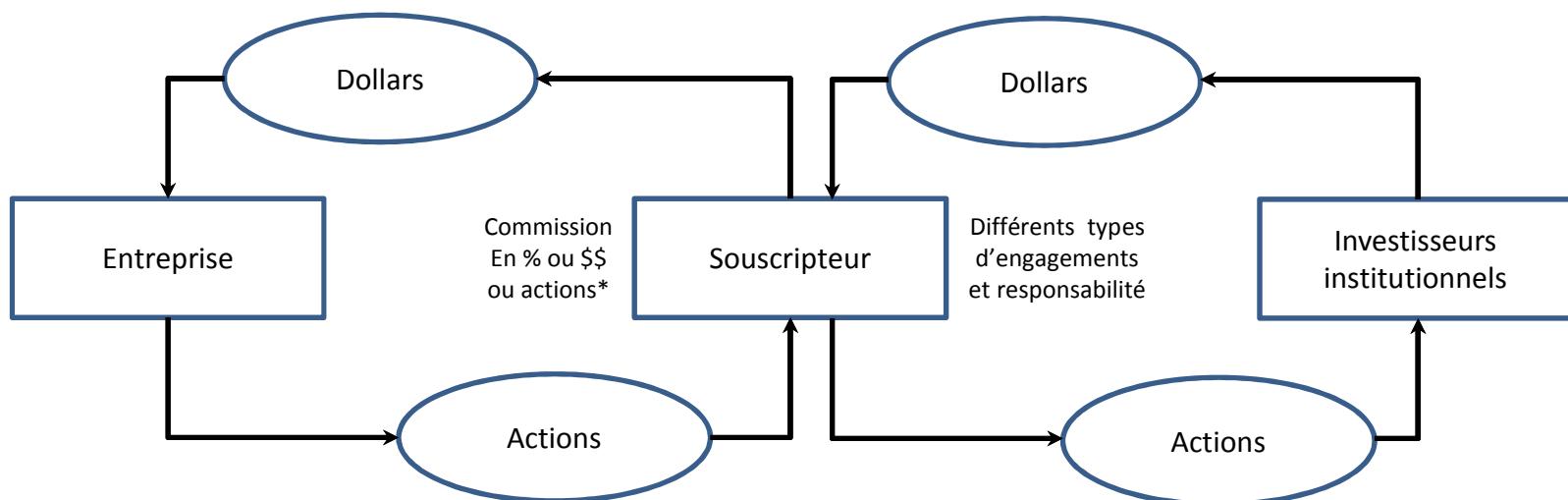
---

- **Les parties impliquées**
  - L'entreprise émettrice :
    - Elle cherche à minimiser le coût de financement et à sauvegarder les intérêts des premiers investisseurs.
  - Les investisseurs privés ou institutionnels:
    - Ils sont les acheteurs des actions, il recherche un bon placement dans la pure relation Risque/Rendement
  - Le souscripteur (underwriter) :
    - C'est un courtier ou syndicat de courtiers, qui est l'intermédiaire entre l'entreprise et les investisseurs
    - Il cherche à concilier les intérêts de ses clients et maximiser son propre profit
      - Les clients : Société émettrice (1 fois), investisseurs (à chaque IPO), d'où l'importance de la réputation
    - Les souscripteurs sont souvent de grandes Banques qui peuvent s'organiser sous la direction d'une seule afin de partager le risque de l'émission

# IPO – Initial Public Offering

- **Marché Primaire**

- L'entreprise émet des actions publiques pour la première fois et les vend aux investisseurs institutionnels ou privés via le souscripteur au prix évalué.



# IPO – Initial Public Offering

---

- **Marché Secondaire**

- Place où tous les investisseurs s'échangent des actions déjà en circulation à leur valeur marchande
- Les transactions se passent entre investisseurs seulement, l'entreprise n'obtient aucun fonds de ces transactions
- Le marché secondaire est constitué des places boursières, mais également des transactions privés, dites «gré à gré» ou «Over the Counter»
- Remarques :
  - Une grosse partie du rendement des investisseurs du marché primaire est réalisé le 1<sup>er</sup> jour de l'entrée en bourse, ces 1<sup>er</sup> transactions font souvent l'objet d'enquêtes car il existe une énorme asymétrie d'information entre les parties

# IPO – Initial Public Offering

---

- **Supervision et règlementation des marchés**
  - Canada
    - Partage des pouvoirs : L'autorité des marchés provinciale prime sur le fédéral, soit l'Autorité Canadienne en Valeurs mobilières, ACVM/CSA
    - Au Québec, c'est l'Autorité des Marchés Financiers
      - » <http://www.lautorite.qc.ca/Fr/>
    - Par contre, toutes les entreprises cotées à la Bourse de Toronto, (plus importante bourse canadienne et 8eme mondiale) tombent sous la juridiction de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
      - » <http://www.osc.gov.on.ca/>
      - » [https://www.osc.gov.on.ca/en/Companies\\_prospectus-offerings\\_index.htm](https://www.osc.gov.on.ca/en/Companies_prospectus-offerings_index.htm)
  - USA :
    - La Securities and Exchange Commission, La SEC, supervise les IPO ainsi que tous les échanges sur les marchés de valeurs mobilières
      - » <http://www.sec.gov/index.htm>
    - La Loi autorise le « cross-listing », soit la cotation d'une même entreprise sur plusieurs marchés. En vertu des accords Canada-US, les entreprises canadiennes ont accès à un marché plus important, plus liquide et plus visible.
    - Cependant, certains frais viennent contrecarrer les avantages pour certaines compagnies, notamment les frais comptables car les deux pays n'observent pas les mêmes principes, US GAAP versus IFRS internationaux.

# IPO – Initial Public Offering

---

- **Obligation de divulgation des documents publics:**
  - Une fois publiques et dans un soucis de protection des investisseurs, les entreprises doivent respecter les lois sur la divulgation d'information.
  - Depuis les scandales d'ENRON (2001) et WORLDCOM (2002) la législation a évoluer et offre une meilleure protection au travers de la BILL 198 au Canada ou la Sarbanes-Oxley aux USA.
- Enregistrement et archive des documents publics :
  - La quasi-totalité des bases de données financières se servent là!
  - **Canada**
    - SEDAR
    - <http://www.sedar.com/>
    - Sur le site du cours : Prospectus Bombardier inc. 1997
  - **USA :**
    - EDGAR
    - [http://www.sec.gov/edgar.shtml#.U9pbY\\_I5OSo](http://www.sec.gov/edgar.shtml#.U9pbY_I5OSo)
    - Sur le site du cours : Prospectus Facebook inc. 2012

# IPO – Initial Public Offering

---

- **L'entreprise: avantages et désavantages à devenir une compagnie publique**
- **Avantages:**
  - Plus grande liquidité pour les titres de l'entreprise
  - Amélioration de la structure de capital de l'entreprise (solidité financière)
  - Accroissement de la visibilité de l'entreprise
  - Meilleur accès au capital LT
  - Réduction des coûts lors des émissions subséquentes sur le marché

# IPO – Initial Public Offering

---

- **L'entreprise: avantages et désavantages à devenir une compagnie publique**
- **Inconvénients:**
  - La divulgation des informations de l'entreprise
  - La réduction du contrôle de l'entreprise
  - La possibilité d'accroissement des coûts d'agence
  - Les coûts onéreux de tout le processus de l'émission initiale en temps et en argent
  - Les détenteurs d'actions deviennent de plus en plus dispersés
  - La firme doit satisfaire toutes les demandes des compagnies publiques
    - SEC filings, Sarbanes-Oxley, etc.

# IPO – Initial Public Offering-Types d'offre

Méthode	Type	Définition
Publique - Offre en numéraire	Prise ferme	L'entreprise négocie un accord avec une banque d'affaires qui souscrit et distribue les nouvelles actions.
-Offre en numéraire	Placement pour compte-Meilleur effort	Les banques d'affaires vendent le plus de titres possibles au prix fixé. Aucune garantie sur le montant levé
-Offre en numéraire	Enchère hollandaise (Dutch Auction Cash Offer)	Pour un nombre déterminé d'actions à vendre, la banque d'affaires détermine le prix maximum par une enchère.

# IPO – Initial Public Offering-Types d'offre

Méthode	Type	Définition
Publique - Souscription privilégiée	Offre avec droits (rights offer)	L'entreprise propose les nouvelles actions directement à ses actionnaires existants (pratique courante hors Amérique du Nord)
Privée	Placement privé	Les actions sont vendues directement à l'acheteur, qui, jusqu'à récemment, ne pouvait pas les revendre pendant 4 mois

# IPO – Initial Public Offering

---

## – Offre en numéraire-Prise ferme:

- **Service des souscripteurs** : Définir la méthode, évaluer l'entreprise, vendre les actions
  - Le souscripteur achète toutes les actions au prix convenu et les revend.
  - Il assume alors le risque de revente de la quantité émise (plus ou moins cher).
  - Sa commission vient de la différence entre son prix d'achat et son prix de vente
  - Il demandera donc une décote
  - De plus en plus commun au Canada, dans une industrie financière en consolidation
  - L'avantage vient de la connaissance ex ante du montant qui sera obtenu

# IPO – Initial Public Offering

---

## – Offre en numéraire-Meilleur effort:

- **Service des souscripteurs** : Définir la méthode, évaluer l'entreprise, vendre les actions
  - Le souscripteur s'engage à produire son maximum pour vendre le plus d'actions possible au prix convenu sans engagement de quantité, ni garantie de capital reçu
  - La compagnie conserve alors le risque de ne pas recevoir tout le capital désiré si la demande n'est pas égale à l'offre à ce prix
  - La commission du souscripteur est alors un montant fixe

# IPO – Initial Public Offering

---

- **Offre en numéraire- Enchère hollandaise (Dutch Auction Underwriting) :**
  - Le souscripteur mène une enchère auprès d'investisseurs pour tester la demande et le prix
  - Peut être effectuée après un road-show
  - Le prix de vente sera le prix auquel la demande cumulée égale l'offre en quantité
  - Ce type d'enchère est une pratique courante du marché des capitaux corporatif et gouvernemental (obligations), la demande propose alors une quantité pour un taux désiré.

# IPO – Initial Public Offering

---

## – Dutch Auction Underwriting : Exemple

- Une entreprise désire émettre 750 000 actions (l'offre)
- Voici les résultats de l'enchère mené par la souscripteur
- Quel est le prix d'équilibre?

Clients (demande)	Prix	Quantité d'actions (Demandées à chaque niveau de prix)
A	16\$	100 000
B	14\$	100 000
C	12\$	250 000
D	10\$	300 000
E	8\$	250 000

# IPO – Initial Public Offering

---

- **Le souscripteur : « Green shoe Provision »**
  - Ou *Option de sur-allocation*
  - Cette option permet au souscripteur de vendre aux investisseurs jusqu'à 15% d'actions en plus au prix convenu moins les frais
  - Ces actions serviront à couvrir la demande si elle excède l'offre, mais également à augmenter la liquidité de l'action lors de l'entrée en bourse
    - Ces actions pourraient être vendues plus chères sur les marchés au profit du seul souscripteur. C'est une autre façon pour lui de gérer son risque
  - Cette option est limitée dans le temps, généralement 30 jours

# IPO – Initial Public Offering

---

- **Le souscripteur : autres détails**
  - **Lock-up Agreements** : Accord tacite entre souscripteur et actionnaires initiés d'attendre 180 jours pour vendre leurs propres actions
    - Les autorités des marchés exigent aujourd’hui que tous les dirigeants ou investisseurs initiés, les « insiders » déclarent leurs transactions. Il s’agit d’éviter toutes formes de délits ou manipulations
    - La littérature montre que pour les sociétés financées par capital-risque, le cours de bourse baisse le jour de l’expiration de la lock-up période
  - **Quiet period** : l’autorité recommande également que pendant 40 jours suivant l’IPO, l’entreprise se limite à des communiqués « habituels » et factuels afin d’éviter des mouvements extraordinaires de l’action. En effet, toutes les informations pertinentes devraient déjà être dans le prospectus. Les analystes du souscripteur n’ont pas le droit d’émettre de recommandations durant cette période.

# IPO – Quelques résultats documentés

---

- Très bonne performance du cours de bourse à court terme (au cours des premiers jours/semaines).
- Effet de mode: les IPOs sont concentrées dans le temps.
- Performance de long terme (3 à 5 ans) est médiocre par rapport au marché ou aux concurrents.

# IPO - Évaluation

---

- L'évaluation de l'entreprise privée
  - Étape la plus critique de l'IPO
    - Si le prix est trop bas : pas assez de financement et coût important pour l'entreprise et les actionnaires initiaux
    - Si le prix est trop haut : le souscripteur risque de ne pas vendre la quantité désirée, voire même d'annuler l'IPO. Dans les deux cas, l'entreprise ne recevrait pas le capital désiré
  - *Cependant dans les faits, une IPO est souvent sous-estimée*
  - On définit la sous-estimation comme la différence entre le cours de bourse à la fin du 1<sup>er</sup> jour de cotation et le prix payé par les investisseurs sur le marché primaire.
  - Le coût de la sous-évaluation est supporté par les actionnaires initiaux.

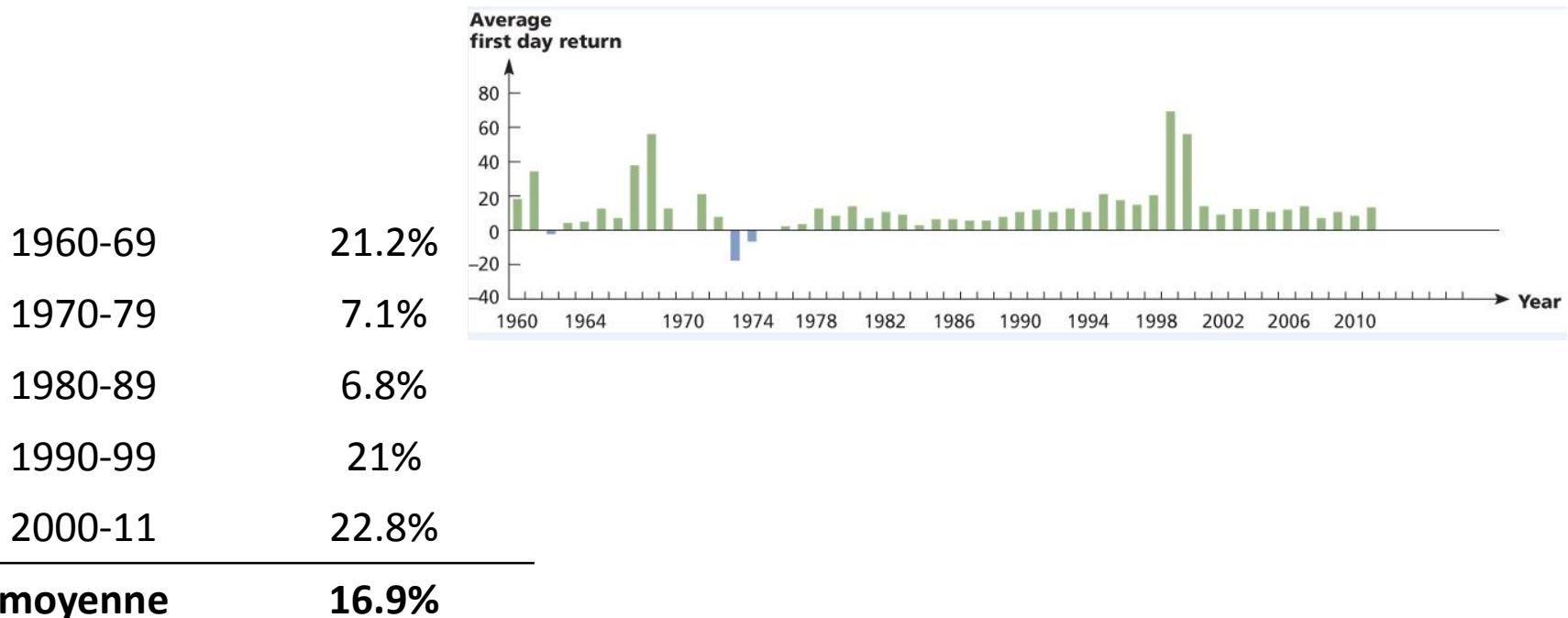
# IPO - Évaluation

---

- **Le constat de sous-estimation des IPO**
  - **Examples:** Zipcar en avril 2011: introduite à \$18 par action, elle en valait \$28 à la fin du premier jour, soit une hausse de 55%!
  - **Évaluation de la sous-performance**
    - Cette performance est mesurée entre le prix reçu sur le marché primaire par la compagnie et payé par les investisseurs initiaux et le prix à l'issue de la première journée de cotation.
    - Le prix en bourse reflète davantage la véritable demande des marchés pour un titre, parfois hors de toute considération financière et rationnelle. Ex: eToys en 1999: appréciation de \$ 500m le premier jour, la société était en faillite deux ans plus tard.
    - Le coût est supporté par les actionnaires initiaux, car l'entreprise ne voit pas cet argent, le rendement est réalisé par les investisseurs institutionnels et dans une petite partie (green-shoe provision) le souscripteur

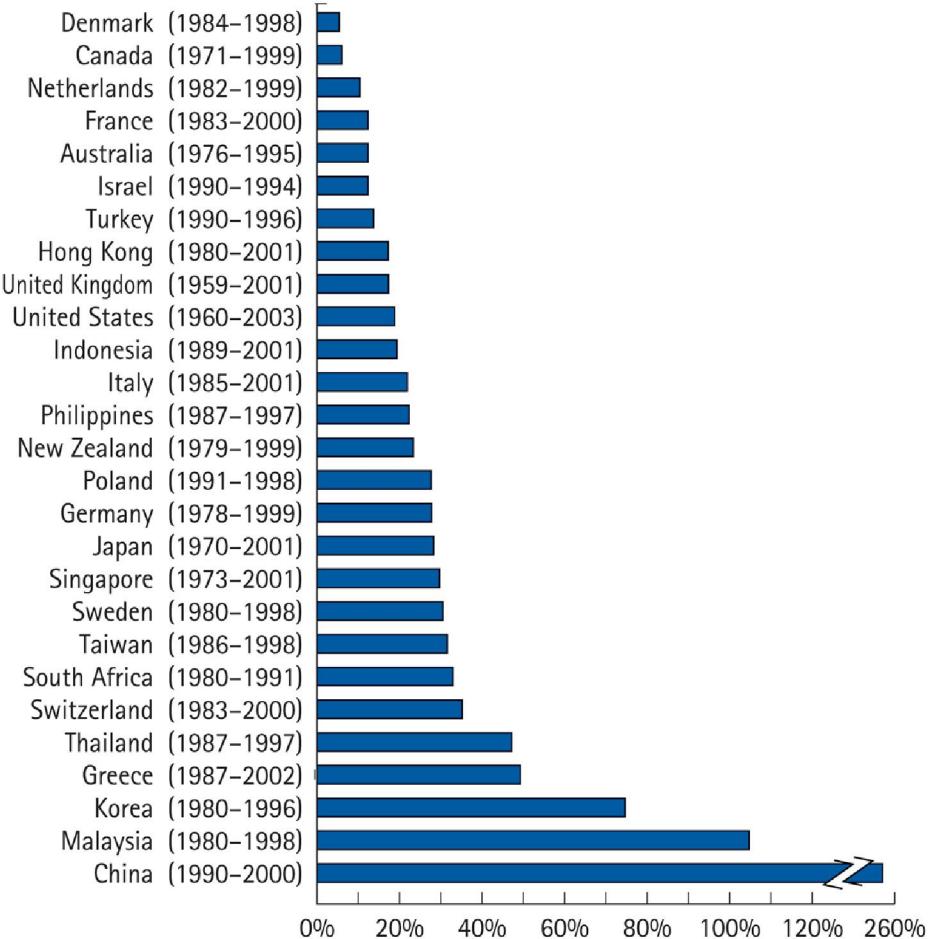
# IPO - Évaluation

- **Évaluation de la sous-performance des IPO:**  
Rendement moyen du premier jour pour les IPO de 1960 à 2011 aux USA:



# IPO - Évaluation

- **Évaluation de la sous-performance des IPO: Dans le reste du monde**



# IPO - Évaluation

---

- La sous-évaluation semble moins sévère dans les pays qui disposent de marchés développés que sur les marchés émergents.
- L'exception étant la bulle internet (65% d'underpricing aux USA)
- Certaines réglementations locales peuvent aussi expliquer certains niveaux de sous-évaluation (ex: Chine interdisant que le prix d'introduction représente plus de 15 fois les bénéfices, même si les concurrents sont valorisés 40 fois leurs bénéfices.)

# IPO - Évaluation

---

- Question: sur la base du graphique précédent, pourquoi ne met-on pas en place une stratégie d'investissement consistant à souscrire à toutes les introductions en bourse?

# IPO – Raisons de la sous-estimation

---

- **Les raisons de la sous-estimation des IPO**
  - Asymétrie d'information :
    - La compagnie est privée. L'historique d'informations comptables et techniques n'a jamais été disponible
    - Les documents officiels « ne doivent pas » fournir d'états financiers prévisionnels provenant de la direction car ils pourraient biaiser l'évaluation des marchés
    - Cette asymétrie est plus importante pour les entreprises jeunes que pour les plus vieilles déjà suivies en affaires
  - Le souscripteur peut vouloir assurer un certain rendement à ses clients institutionnels et minimiser son risque
  - L'entreprise veut également « tout vendre » pour obtenir son financement

# IPO – Raisons de la sous-estimation

---

- **Structure financière** : les marchés supposent que l'entreprise émet des fonds-propres parce que le ratio de dette est trop important et qu'elle ne peut générer assez de liquidités.
  - **Théorie du signal** : On émet des actions lorsque les créanciers disent non. Et s'ils disent non, c'est que leur analyse (qualité reconnue des banquiers) leur dit que c'est trop risqué. **Émettre des fonds-propres est un signal négatif**

# IPO – Les coûts de l'émission de titres

---

- **Coûts directs** : Réglementation, comptabilité, commissions
  - Souvent les mêmes pour une petite ou grande entreprise (économie d'échelle)
- **Coûts indirects** : temps passé à préparer l'IPO, rentabilités anormales, option de sur-allocation Green-shoe...

# IPO - Évaluation

## – Exemple de coûts :

Costs of going public in Canada: 2011	Toronto Stock Exchange	TSX Venture Exchange
Listing Fees	\$10,000–\$200,000	\$7,500–\$40,000
Accounting and Auditing Fees	\$75,000–\$100,000	\$25,000–\$100,000
Legal Fees	\$400,000–\$750,000	Above \$75,000
Underwriters' Commission	4–6%	Up to 12%

Source: TMX Group

## – Constats :

- **Économies d'échelle évidentes**
- **Coût de sous-évaluation supérieur aux coûts directs**
- **Coût de l'IPO supérieur au coût d'une SEO**

# SEO- Quelques résultats documentés

---

- SEO: Seasoned Equity Offering- Augmentation de capital en français: émission de titres d'une entreprise qui a déjà fait un appel public à l'épargne.
- SEO sont accompagnées par des baisses du cours
- Effet de mode: les pics des IPOs correspondent aussi à des pics pour les SEOs
- SEO apparaissent après des périodes de hausse du cours
- Sous-performance à long terme

# SEO- Réaction en bourse

---

- On pourrait s'attendre à ce que le cours de bourse monte à la suite d'une augmentation de capital. Cependant, ce n'est pas le cas: le cours de bourse tend à baisser après une augmentation de capital et à augmenter après une émission de dettes. Pourquoi?

# SEO-Réaction en bourse

---

- Le cours de bourse tend à baisser au moment de l'annonce d'une augmentation de capital.
- Plusieurs explications:
  - Les dirigeants choisissent de vendre de nouvelles actions quand le cours de bourse est jugé élevé. Dans un sondage, Graham and Harvey (2001) trouvent que: 67% des directeurs financiers reconnaissent que la surévaluation du cours est un facteur important dans leur décision d'émettre des actions
  - Signal et dette: émettre des actions peut envoyer le signal que l'entreprise a trop de dette (ou que l'entreprise a été incapable de trouver de la dette supplémentaire).
  - Les coûts d'émission: émettre des titres est coûteux et la baisse du prix peut représenter une compensation partielle du coût d'émission.
  - Rajan et Servaes (1997) montrent que les analystes financiers sont excessivement optimistes dans leurs prévisions.

# SEO-Réaction en bourse

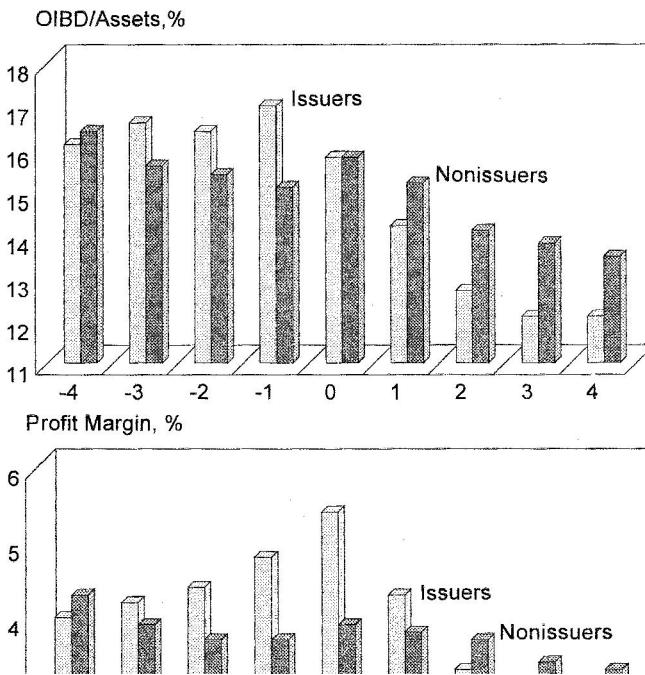
---

- Etant donné que la baisse du cours peut être significative et liée au signal envoyé au marché, il est important pour les dirigeants de comprendre le signal envoyé au marché et d'essayer de réduire son effet dans la mesure du possible.
- Exemple: certaines études montrent que les dirigeants « manipulent » leurs résultats avant de lancer des SEO (ou avant une IPO) afin de faire apparaître une croissance des bénéfices. Les mauvaises performances à long terme semblent liées à une gestion comptable « agressive »

# Timing des SEO et IPO

Loughran and Ritter (1997)

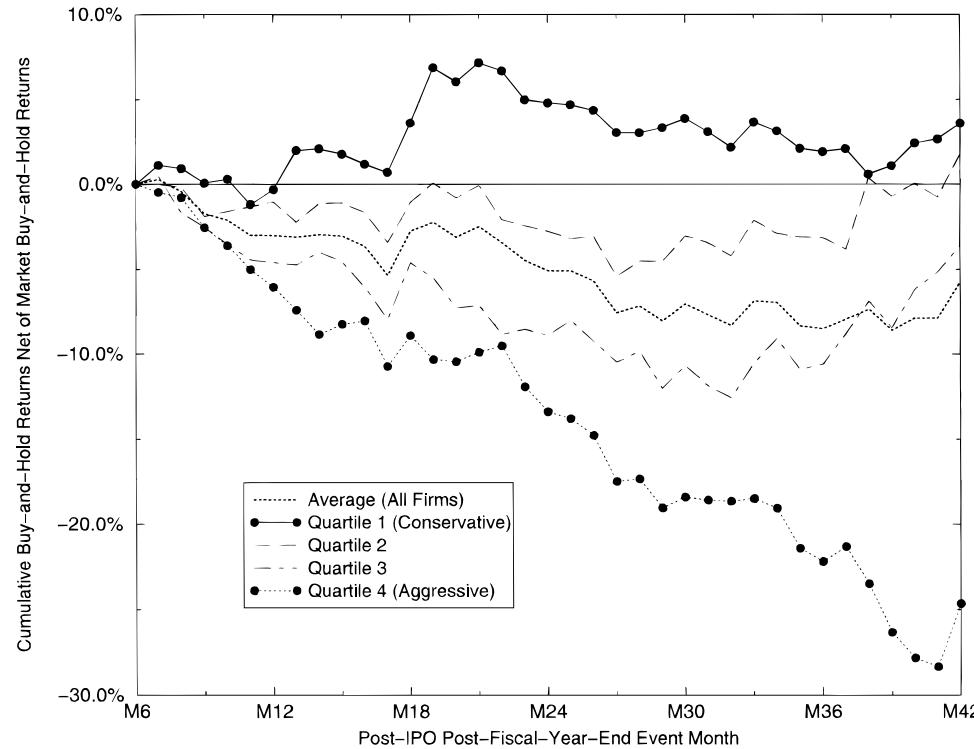
*Seasoned Equity Offerings*



La rentabilité des entreprises qui font une SEO est meilleure avant et se détériore ensuite.

# Timing des SEO et IPO

Teoh, Welch and Wong (1998)



**Figure 2. Cumulative buy-and-hold return net of Nasdaq composite index return of DCA quartiles by event month, in percent.** The sample is of 1,649 IPOs from the 1980–92 period. (Details are described in Table I.) Firms are divided into quartiles based on how aggressively they manage their earnings. Our measure of earnings management is the firm's discretionary current accruals (DCA), which adjusts for industry, size, and growth. Details are described in Table II and Section I.B.

# Offre avec droits

---

- **Définition :**
  - Émission d'actions réservée aux actionnaires existants
- **Principe :**
  - Une nouvelle émission d'actions, donc une nouvelle émission de droits de vote associés, vient diluer le pourcentage de droits des actionnaires existants. L'offre de droits vient donc leur permettre d'exercer en priorité la possibilité d'accroître ou maintenir leur proportion dans l'entreprise
  - Chaque action déjà détenue donne un droit d'acheter un nombre spécifique de nouvelles actions à un prix spécifique pendant un temps donné.

# Offre avec droits

---

- **Particularités des droits donnés aux actionnaires:**
  - Le Droit de préemption est l'obligation de faire une offre aux actionnaires actuels avant d'aller vers le public. Ce droit n'est pas systématique dans toutes les entreprises.
  - Ces droits peuvent être négociés à la même bourse que l'action ou « over the counter »
  - Généralement, les droits seront vendus à un prix inférieur à celui de l'action, aussi celui-ci s'ajustera après l'émission.

# Offre avec droits

---

- **Exemple :**
- L'entreprise possède 5000 actions dont la valeur marchande est de 25\$, elle désire 40000\$ pour un nouvelle investissement et pour cela elle propose une émission avec droits de souscription avec un prix d'action de 20\$.
  - Combien de nouvelles actions doivent être émises?
  - Combien de droits un actionnaire doit-il posséder pour participer et acheter une nouvelle action?
  - Quel est le prix de l'action après l'offre si celle-ci réussit?

# Offre avec droits

---

- Combien de nouvelles actions doivent être émises?  
 $40000/20 = 2000$  nouvelles actions
- Combien de droits un actionnaire doit-il posséder pour participer et acheter une nouvelle action?  
 $5000/2000 = 2.5$  droits
- Quel est le prix de l'action après l'offre si celle-ci réussit?  
 $(5000 \times 25 + 2000 \times 20) / (5000 + 2000) = 23.57\$$
- La valeur théorique d'un droit est la différence entre le prix de départ de l'action (\$25) et le prix de l'action à l'issue de l'opération (23.57\$).
- C'est le prix qui permet à un ancien actionnaire d'être indifférent entre le fait de participer ou non à l'opération.

# Offre avec droits

---

- Question supplémentaire: montrer que la richesse d'un actionnaire existant n'est pas affectée par sa participation ou non à l'offre en droits.

# Offre avec droits

---

- **Quelques éléments à considérer**

- L'offre s'étend sur une période qui peut être assez longue (par exemple 10 jours).
- Par conséquent, il est nécessaire que le prix d'émission soit sensiblement inférieur au cours de bourse (éviter que le cours ne descende sous le prix d'émission pendant cette période)
- La valeur des droits reste positive tant que le cours est supérieur au prix d'émission
- Opération assez lourde car les actionnaires doivent souvent acheter ou vendre des droits pour s'ajuster à la parité de souscription
- Technique peu adaptée à des cours très volatiles. Elle n'est pas utilisée quand les fonds levés représentent une fraction importante de la capitalisation boursière de l'entreprise

# La dilution

---

- **Définition :**
  - La dilution est une perte de valeur pour les actionnaires existants.
- **Trois types :**
  - **Dilution du contrôle:** actions ordinaires vendues au public sans droits de souscription. Elle est maximale pour un actionnaire existant qui ne participe pas à une augmentation de capital
  - **Perte de valeur marchande :** réalisation de projets à VAN négative.
  - **Baisse du bénéfice par action (BPA)**

# Dilution

---

– Cependant, la variation du BPA traduit-elle nécessairement une destruction de valeur?

- Contre-exemple: La société A et la société B souhaitent procéder à une augmentation de capital afin d'investir dans un projet qui produira une rentabilité de 8%.

	Société A	Société B
Capitalisation boursière (m\$)	500	500
Nombre d'actions existantes (m)	6	6
Taux de rentabilité exigé	8%	8%
ROE du projet	8%	8%
PER	30	5
Nombre d'actions créées	0.6	0.6
Montant de la SEO (m\$)	50	50

# Dilution

- Quel est l'impact de l'opération sur le BPA pour chaque entreprise?

Avant SEO	Capitalisation boursière (m\$)	PER	Bénéfice Net (m\$)	Nombre d'actions (m)	BPA
Société A	500	30	16.7	6	2.8
Société B	500	5	100.0	6	16.7

Après SEO	Capitalisation boursière (m\$)	Bénéfice Net (m\$)	Nombre d'actions (m)	BPA
Société A	550	20.7	6.6	3.1
Société B	550	104.0	6.6	15.8

- Le BPA de la société A augmente tandis que le BPA de la société B diminue (dilution)

# Dilution

---

## – Remarques:

- Les deux sociétés procèdent à une augmentation de capital de 10%.
- Les deux sociétés investissent dans un projet qui génèrent une rentabilité égale au taux de rentabilité exigé par les actionnaires pour le projet. Le projet ne crée ni ne détruit de valeur.
- La variation du BPA n'est donc pas un indicateur de création ou de destruction de valeur. Cette variation est mécanique:
  - Le BPA est dilué quand l'inverse du PER est supérieur au taux de rentabilité exigé par les investisseurs sur le projet financé
  - Pour la société A, tout projet qui génère un taux de rentabilité inférieur à 3.3% conduira automatiquement à une dilution du BPA.
  - Pour une entreprise, il peut être intéressant de procéder à une augmentation de capital quand le PER est élevé, indépendamment de la VAN du projet en question!

# Émissions de dette long terme

---

## – Emissions publiques-Obligations:

- la taille de l'émission et la maturité sont des facteurs importants.
- Procédures similaires à l'IPO (souscripteur, roadshow, enchères). Seuls quelques documents légaux diffèrent.

# Émission de dette long terme

---

- **Émission privée de dette**
  - Dette à terme
    - Dette commerciales d'échéance de 1 à 5 ans
    - Capital et intérêts remboursés durant la vie de l'obligation selon les termes négociés
      - Intérêt et capital amorti (équivalent à une hypothèque)
      - Intérêt et capital à la fin
    - Le taux peut être fixe ou flottant
    - Les créanciers sont des banques, compagnies d'assurances, ou autres fonds désirant investir dans le secteur corporatif

# Émission de dette long terme

---

- **Émission privée d'obligations**
  - Identique aux dettes à terme, mais pour des échéances plus longues
  - Les pourvoyeurs sont plus spécifiques et moins nombreux. Institutions plus larges ayant besoin de placement à plus long terme : assurances, fonds de pension
  - Les conditions sont alors plus faciles à renégocier
  - Les coûts et documents sont moins nombreux et plus faciles qu'une émission publique
  - Par contre, les exigences et garanties peuvent être plus restrictives

# Quizz

---

- Qu'est-ce que le capital-risque et quels types d'entreprises en reçoivent?
- Quels sont les services principaux fournis par les souscripteurs?
- Pourquoi les IPO sont-elles sous-évaluées?
- Quels sont les coûts liés à l'émission de titres?
- Qu'est-ce qu'une offre avec droits et comment calcule-t-on la valeur d'un droit?
- Quelles sont les caractéristiques d'un placement privé de dette?

# Bibliographie

---

Angelini, P., and A.Generale, 2008, « On the Evolution of Firm Size Distributions », *American Economic Review*, 98, 1, pp426-438

Graham, J., and C.Harvey, 2001, « The theory and practice of corporate finance: evidence from the field », *Journal of Financial Economics*, 60, pp187-243

Loughran,T., and J.Ritter, 1997, « The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings », *Journal of Finance*, 52, 5, pp1823-1850

Rajan, R., and H.Servaes, 1997, « Analyst Following of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, 52,2, pp507-529

Teoh, S., Welch,I. and T.Wong, 1998, « Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, VOL 53, 6, pp1935-1974