

M2 Stratégie et Ingénierie Financière (SIF)
M2 Banque Finance

Capital Risque, Cours n 4

Question sur le cours 3. Correction du cas Shoshone.
Les augmentations de capital. Le marché actuel du
private equity

Questions sur le 3ème cours

- Qu'est ce que l'effet de levier ?
- Qu'est ce qu'une dette mezzanine ? A quoi sert t'elle ?
- Quelle sont les caractéristiques d'une entreprise cible ?
- Quelles sont les 3 principales méthodes utilisées pour la valorisation d'une entreprise ?
- Qu'est ce qu'un *limited partnership* ?
- Qu'est ce qu'une valorisation *pre money* ? Qu'est ce qu'une valorisation *post money* ?
- Pourquoi parle-t-on d'un fonds *closed end* ?
- Qu'est ce que le *carried interest* ?

Questions sur le 3ème cours

- Pourquoi utilise t'on un TRI plutôt qu'une simple variation annuelle pour mesurer les performances du capital investissement ?
- Qu'est ce qu'un *hurdle rate* ?
- Qu'est ce que le PIC ?
- Qu'est ce que le DPI ?
- Qu'est ce que le RVPI ?
- Qu'est ce que le TVPI ?

Correction du Cas Shoshone

- **Liquidation preference** : droit préférentiel en cas de distribution aux actionnaires. Liquidation ne fait pas référence à la faillite de la société, mais à la distribution de dividende ou bien la réalisation de l'investissement (la vente).
- **Tag-along, drag-along rights** : La clause de drag along, aussi appelée clause d'obligation de sortie conjointe, est une clause statutaire ou extra-statutaire en vertu de laquelle, en cas de rachat à 100% du capital de la société, les associés (souvent minoritaires) seront tenus de céder leurs actions. La clause de drag along met donc en place une **clause de cession forcée** d'actions.

La clause de drag along profite donc aux associés majoritaires, c'est-à-dire ceux détenant plus de 50% du capital social de la société.

Pour rétablir l'égalité entre les associés de la société, la clause de drag along est souvent combinée avec la clause de tag along, ou clause de droit de sortie conjointe pour former ce qu'on appelle les **clauses de sortie conjointe**.

- **Reserved matters** : droit de veto sur les éléments stratégiques du business plan de l'entreprise racheté par le fonds.

Qu'est ce qu'une augmentation de capital ?

- Une **augmentation de capital** d'une entreprise, consiste à faire croître le capital social de cette entreprise, en créant de nouvelles actions achetées par des actionnaires (anciens ou nouveaux), au besoin en faisant appel aux marchés financiers (si l'entreprise est cotée en bourse), ou encore en incorporant dans le capital social la partie des profits qui avait été mise en réserve car n'ayant pas été distribuée. Les actions ne sont pas nécessairement cotées en bourse.

Dilution des actionnaires

- Chaque actionnaire étant propriétaire d'une part de l'entreprise, l'augmentation de capital entraîne mécaniquement une dilution de ses droits aux bénéfices.
- Le moyen pour éviter cette dilution est, lorsque cela est possible, de souscrire à l'augmentation de capital. La représentativité de l'actionnaire, via ses droits de vote, diminue elle aussi, sauf dans le cas très particulier où les actions créées à l'occasion de cette augmentation de capital sont privées du droit de vote. Le cas des augmentations de capital réservées peut conduire à une perte définitive de la possibilité d'influer sur les décisions de l'entreprise, selon les seuils détenus par les attributaires.
- Le cas d'une augmentation de capital par entrée de nouveaux actionnaires lorsque les réserves distribuables sont abondantes est pénalisant pour les anciens actionnaires, qui auraient pu prétendre à ce que ces bénéfices passés soient distribués entre les actionnaires initiaux. Pour tenir compte de ce déséquilibre possible, on calcule une **prime d'émission**, dont le montant vient s'ajouter au nominal du capital nouvellement souscrit, et qui devra être payée par les nouveaux actionnaires. Lorsque le déséquilibre provient d'une sous-évaluation ou d'une surévaluation des actifs, il n'y a pas de mécanisme d'ajustement prévu lorsque l'augmentation de capital a lieu par simple création d'actions nouvelles.
- Lorsque les actionnaires ont voté une renonciation au **droit préférentiel de souscription**, ils sont mécaniquement dilués.

Comment éviter la dilution ?

- La **prime d'émission** réduit la dilution des actionnaires fondateurs lors d'une augmentation de capital
- Une entreprise qui ouvre son capital à des investisseurs s'expose au risque de **dilution** de ses dirigeants surtout lorsque les besoins en capitaux sont importants (cas des start-ups).
- La prime d'émission permet d'augmenter le capital d'une société en évitant cet écueil : il s'agit en fait de dédommager les premiers associés (ou actionnaires) de la différence entre la valeur réelle et la valeur nominale des droits sociaux cédés.

Le principe de la prime d'émission

- Pour fixer les idées, nous prendrons l'exemple d'une SARL au capital social de 40 000 € répartis en 100 parts sociales; les associés créateurs disposent de 100% du capital.
- Le souhait des dirigeants est de faire rentrer au capital de la société un nouvel associé (par exemple une société de Capital Risque à laquelle l'augmentation de capital serait réservée) pour un montant de 150 000 €, tout en conservant au moins 75% du capital.
- Les anciens et le nouvel associé sont tombés d'accord pour valoriser la société à 500 000 Euros, valeur ***pre-money*** (avant l'augmentation de capital).

Situation initiale

- Nous supposons une situation où le bilan ne comporte ni réserves ni report à nouveau.

	Nombre de parts	Valeur unitaire
Capital social	100	400 €
Répartition du capital		
Anciens associés	100%	
nouveaux associés	0%	

Valeur totale = 100 parts * 400€ = 40 000€

Calcul de la prime d'émission par part

- **Valeur réelle de la part** : La société a été valorisée à 500 000 Euros, il y a 100 parts ; la valeur « réelle » d'une part sociale est donc de 5 000 €.
- **Nombre de parts correspondant à l'apport en capital** : Les 150 000 € de souscription donnent lieu à l'émission de 30 nouvelles parts ($150\,000\text{ €} / 5\,000\text{ €} = 30$ parts).
- **Calcul de la prime d'émission par part** : Les nouvelles parts sont **négociées** au prix unitaire de 5 000 €. La prime d'émission est la différence entre le prix négocié et la valeur nominale de la part.

Valeur "réelle" de la part	5 000 €
Valeur nominale de la part	400 €
Prime d'émission par part	4 600 €
Nombre de parts émises	30
Prime d'émission	138 000 €

Question : quelle part du capital a été
cédée ?

Question : quelle part du capital a été cédée ?

- Avant : 100 parts
- Après : 130 parts
- Part cédée = $30/130 = 23,08\%$
- Les associés conservent la majorité ; il n'y a pas de minorité de blocage.

Répartition du capital	Nombre de parts/associé	Nombre total de parts	%
Anciens associés	100	130	77
Nouveaux associés	30	130	23

Situation finale

- Le capital social nominal est porté à 52 000 € , les fonds propres ont augmenté du montant de l'apport, soit 150 00 €.

	Nombre de parts	Valeur unitaire	Valeur totale
Nouvelle valeur du capital	130	400 €	52 000 €
Prime d'émission	30	4 600 €	138 000 €
Nouveau montant des fonds propres			190 000 €
Augmentation des fonds propres			150 000 €

Résumé

1) Situation initiale				
Capital social	part	valeur / part		
40 000 €	100	400 €		
2) Valeur du capital avant l'augmentation de capital				
valeur	part	valeur / part		
500 000 €	100	5 000 €		
3) Determination du nombre de parts				
apport en capital	valeur / part	nb part		
150 000 €	5 000 €	30		
4) calcul de la prime d'émission				
valeur négocié de la part	Valeur nominal de la part	prime d'emission par part	nombre de part émises	prime d'emission
5 000 €	400 €	4 600 €	30	138 000 €
5) Nouvelle structure des fonds propres				
	part	valeur / part	total	
Capital social	130	400 €	52 000 €	
prime d'emission	30	4 600 €	138 000 €	
total fonds propres			190 000 €	

- Il manque la valorisation post money... Quelle est elle ?

Exercice

- Votre start up, jackpot.com, a été créé sur les bases suivantes : 3 associés ayant chacun 50 parts. Le total du capital social est de 30 000€.
- Xavier Niels souhaite entrer au capital avec une participation de 400 000€ sur la base d'une valorisation avant l'augmentation de capital de 1 000 000€.

1) Situation initiale				
Capital social	part	valeur / part		
2) Valeur du capital avant l'augmentation de capital				
valeur	part	valeur / part		
3) Determination du nombre de parts				
apport en capital	valeur / part	nb part		
4) calcul de la prime d'émission				
valeur négocié de la part	Valeur nominal de la part	prime d'emission par part	nombre de part émises	prime d'emission
5) Nouvelle structure des fonds propres				
	part	valeur / part	total	
Capital social				
prime d'emission				
total fonds propres				

Correction de l'exercice

1) Situation initiale				
Capital social	part	valeur / part		
30 000 €	150	200 €		
2) Valeur du capital avant l'augmentation de capital				
valeur	part	valeur / part		
1 000 000 €	150	6 667 €		
3) Determination du nombre de parts				
apport en capital	valeur / part	nb part		
400 000 €	6 667 €	60		
4) calcul de la prime d'émission				
valeur négocié de la part	Valeur nominal de la part	prime d'emission par part	nombre de part émises	prime d'emission
6 667 €	200 €	6 467 €	60	388 000 €
5) Nouvelle structure des fonds propres				
	part	valeur / part	total	
Capital social	210	200 €	42 000 €	
prime d'emission	60	6 467 €	388 000 €	
total fonds propres			430 000 €	
5) Nouvelle structure de l'actionnariat				
3 associés	150	71,4%		
Xaviel Niels	60	28,6%		
Total nb parts	210	100,00%		

Historique des levées de capitaux de Facebook

Date	%	Price	Total valuation	Buyer (s)
Sep 04	10%	\$500k	\$5mm	Peter Thiel, Angels
May 05	12.7%	\$12.7mm	\$100mm	Accel
Apr 06	5%	\$27.5mm	\$550mm	Greylock, Meritech, Founders Fund
Oct 07	1.6%	\$240mm	\$15b	Microsoft
Nov 07 thru Apr 08	0.9%	\$135mm	\$15b	Li Ka-shing and European Founders Fund
May 08	no dilution	\$100mm		in venture debt from Triple Point Capital
May 09	2%	\$200mm	\$10b	Digital Sky Technologies
June 10	0.8%	\$120mm	\$14b	Elevation
Jan 11	3%	\$1.5b	\$50b	Goldman Sachs
Feb 11	0.1%	\$38mm	\$52b	KPCB
May 12	17,80%	\$16b	\$100b	IPO

Mark Zuckerberg conserve 23% du capital et 58% des droits de votes APRES l'introduction en bourse (IPO : *Initial Public Offering*).

Action à droit de vote multiple

- Mark Zuckerberg dispose d'actions à 10 droits de vote.
- En France un droit de vote double existe, mais il est lié à la durée de détention (supérieure à 2 ans).
- Certaines législations européennes (Scandinavie, Suisse, Pays-Bas) offrent une plus grande flexibilité que l'action à droit de vote double française. Dans ces pays, il est ainsi possible de définir plusieurs classes d'actions auxquelles sont attachés un nombre de droit de vote et un droit au dividende particuliers. Avec un même droit au dividende une action peut parfois donner droit à dix, cent ou mille droits de vote ! En revanche, les actions à droit de vote multiple sont interdites en Allemagne, Belgique, Italie ou Espagne.

Actualité du PE

HAUSSE DE L'INDICE ARGOS A SON PLUS HAUT HISTORIQUE

- L'Indice Argos Mid-Market est en forte progression au 3e trimestre 2017 (+5.6%) à 9.5x l'EBITDA. Il atteint son plus haut historique, dépassant les niveaux observés en 2006 et 2016. La progression est plus forte ce trimestre sur le lower mid-market (transactions comprises entre 15M€ et 150M€), dont les multiples progressent de 5.6%. Dans le même temps, les prix sur l'upper mid market baissent de 3% dans un volume d'activité en baisse de 5%.
- La progression de l'Indice au 3e trimestre 2017 est soutenue par la forte hausse des multiples payés par les acquéreurs stratégiques, à 10.6x l'EBITDA. Cette hausse est elle-même tirée par la montée des marchés actions au 3e trimestre 2017 et est très comparable à l'évolution des multiples de sociétés cotées du Mid Market. « Les prix payés par industriels sont à leur niveau le plus élevé depuis 2006 : 18% au-dessus des prix payés par les fonds de capital-transmission » précise Karel Kroupa, associé d'Argos Soditic. « La croissance de l'activité M&A et des prix des sociétés non cotées, est soutenue par un environnement économique et financier toujours aussi favorable, qui combine l'accélération de la croissance économique sur la zone euro et la persistance de taux d'intérêt bas. »

Source : <http://www.argos-soditic.com/indice-argos-mid-market/>

Actualité du PE

M&A : les prix des PME se maintiennent à leur sommet (Les Echos, ANNE DRIF 22/11/2018)

- « Malgré les tensions commerciales internationales et l'instabilité politique en Europe, les prix d'acquisition dans le non coté restent à leur plus haut historique au troisième trimestre, à 9,8 fois l'Ebitda, d'après l'indice Argos.
- Le Brexit n'a toujours pas d'impact sur le prix d'acquisition des PME européennes. Selon le dernier indice Argos Wintyu, les valeurs de cession dans la zone euro (entreprises non cotées de 15 millions à 500 millions d'euros) se sont maintenues à leur plus haut historique au troisième trimestre, à 9,8 fois le résultat opérationnel avant dépréciation et amortissement (Ebitda). »

Source : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/ma/0600198146849-ma-les-prix-des-pme-se-maintiennent-a-leur-sommet-2224043.php>

Question sur l'indice Argos

- Pourquoi le multiple EV/EBITDA est-il jugé le plus pertinent pour l'évaluation d'une entreprise ?
- Quelles sont les caractéristiques du contexte actuel ?

Perspective

- Un marché actuellement très haut, en haut de cycle économique, un niveau de risque élevé. Comme toujours, on ne sait jamais dire ce qui provoquera le changement de conjoncture. On peut juste être relativement sûr qu'un tel retournement arrivera.
- Une industrie du capital risque de plus en plus mature, dont l'importance va croître.
- Un questionnement moral sur l'enrichissement via le LBO d'acteurs externes à l'entreprise. La dette n'est plus au service de l'entreprise mais l'entreprise est au service de la dette.