

## **M1 Monnaie Banque Finance Assurance**

spécialités Gestion d'actifs Contrôle des risques et Conformité (G2C)  
et en Chargé d'affaires entreprises et institutions (CAEI)

# **Méthodes du diagnostic approfondi : cours n°6**

## **Comprendre des opérations complexes de haut de bilan : LBO et augmentation de capital**

# Exercice sur un OBO

Eo2 a réalisé un OBO. Faites une recherche sur le but de ce genre d'opération (à quoi cela sert ?) et sur le mécanisme. Dans le cas particulier d'EO2 écrivez un court texte descriptif de l'opération. Durée : 1/2H à 1H maximum.

# Exercice sur une OBO : correction

Le contexte : EO2 produit des granulés de bois, est cotée en bourse depuis 2007, toujours dirigé par les fondateurs, qui se sont renforcé au capital en 2016 avec la holding Hitza Hitz.



Capital EO2	
Hitza Hitz	15,50%
Guillaume Poizat	11,22%
Grégoire Detraux	4,73%

Source : Boursorama le 18/03/2021

# Explication du principe général du LBO

Définition OBO : L'**OBO**, (de l'anglais **Owner Buy Out**), est un cas particulier de **Leverage BuyOut** (ou **LBO**). Il s'agit de l'achat d'une entreprise par une holding détenue conjointement par un DG et des investisseurs. (Wikipedia)

Pour comprendre le principe général du LBO allez voir cette article du Vernimmen : [https://www.vernimmen.net/ftp/Chapitre\\_50.pdf](https://www.vernimmen.net/ftp/Chapitre_50.pdf)

La meilleure (seule ?) source d'information possible sur l'OBO de EO2 est le communiqué de presse du 27 Septembre 2019 de l'entreprise elle-même.

Attention, le LBO n'est pas complètement magique, le risque, c'est que trop de dette écrase l'entreprise :

Extrait « *Une société « zombie » est la société dont le résultat d'exploitation est intégralement consommé par le remboursement de la dette senior. Comme un zombie, elle avance, mais est incapable de libre-arbitre. Désormais sa stratégie est dictée par les banques et le remboursement de sa dette.* »

Source : <https://marseille.latribune.fr/idees/2016-12-21/-owner-buy-out-ce-qu-il-faut-savoir-et-qu-on-ne-vous-dira-jamais.html>

# Correction exercice : cas E02

Opération réalisé par la CEPAL : Caisse Epargne et de Prévoyance d'Auvergne Limousin via le marque *ingé fi* : <https://blog.caisse-epargne-auvergne-limousin.fr/2019/10/15/ingefi-la-nouvelle-marque-caisse-depargne-dauvergne-et-du-limousin/>

Le taux d'intérêt de cette dette ainsi que la maturité n'est évidemment pas communiqué.... Voici ce que mon imagination a produit.

Profil de la dette de l'OBO (imaginé par moi : le vrai est confidentiel !!)											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	01/09/2019	01/09/2020	01/09/2021	01/09/2022	01/09/2023	01/09/2024	01/09/2025	01/09/2026	01/09/2027	01/09/2028	01/09/2029
3,70%	7 000 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €	- 850 000 €
Capital restant dû (début de période)	7 000 000 €	6 408 678 €	5 795 505 €	5 159 672 €	4 500 342 €	3 816 648 €	3 107 689 €	2 372 530 €	1 610 205 €	819 708 €	
Intérêts	258 678 €	236 826 €	214 167 €	190 671 €	166 306 €	141 041 €	114 842 €	87 675 €	59 504 €	30 292 €	
Remboursement / amortissement du principal	591 322 €	613 174 €	635 833 €	659 329 €	683 694 €	708 959 €	735 158 €	762 325 €	790 496 €	819 708 €	
Sachant que le swap 10 <i>in fine</i> vaut -0,06%											
Le 10 ans amortissable doit valoir -0,20% (maturité moyenne 6 à 7 ans)											
tout cela pour dire que 3,70% = Euribor 6 mois + 3,90% si le swap vau -0,20%											
<b>rappel : un swap de taux d'intérêt permet de transformer une dette à taux fixe en dette à taux variable ou vice-versa.</b>											

# Correction exercice : cas E02

Donc, en plus de fournir 7M€ en cash dispo pour la croissance, il y a une économie d'impôt sur les intérêt de la dette.

Remarque : ici on remonte 100% du RN, il faudrait en laisser un peu pour entretenir l'outil de production.

Cas Eo2						
Données en k€	Eo2 Auvergne	Société holding : SAS du Chateau	Consolidé			
Résultat d'exploitation	1 500	990	1 500			
– Frais financiers	0	259	259			
– IS à 34%	510	0	444	65,96	économie d'impôt	
= Résultat net	990	731	797			
Contexte : on nous dit que le crédit bail arrive à son terme : il n'y a plus d'emprunt sur le dos de l'usine !! C'est la fête.						
Eo2 étant dirigé par des financiers rompus aux techniques modernes, ils décident de réendetter la bête.						

Données en K€	31/08/19	31/08/18	28/02/19
<b>ACTIF</b>			
Ecart d'acquisition		148	
Immobilisations incorporelles	23	40	32
Immobilisations corporelles	16 832	17 026	16 811
Immobilisations financières	146	145	138
Titres mis en équivalence			
<b>Actif immobilisé</b>	<b>17 001</b>	<b>17 359</b>	<b>16 981</b>
Stocks et encours	3 306	4 523	2 275
Clients et comptes rattachés	2 520	2 730	3 867
Autres créances et comptes de régularisation	2 333	1 970	2 389
Actifs d'impôts différés	181	163	198
Valeurs mobilières de placement	72	72	72
Disponibilités	11 869	3 228	4 103
<b>Actif circulant</b>	<b>20 281</b>	<b>12 686</b>	<b>12 904</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>37 282</b>	<b>30 046</b>	<b>29 885</b>
<b>PASSIF</b>			
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis	2 467	2 467	2 467
Primes d'émission	7 462	7 462	7 462
Autres réserves	5 295	4 122	4 650
Titres en auto-contrôle	(142)	(58)	(142)
Résultat de l'exercice	512	(277)	699
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>15 594</b>	<b>13 716</b>	<b>15 136</b>
<b>Interêts minoritaires</b>	<b>2 420</b>	<b>1 963</b>	<b>2 461</b>
<b>Autres fonds propres</b>			
<b>Provisions pour risques et charges</b>	<b>337</b>	<b>1 286</b>	<b>412</b>
Emprunts et dettes financières	14 182	7 128	7 337
Fournisseurs et comptes rattachés	3 458	4 851	3 330
Autres dettes et comptes de régularisation	1 290	1 102	1 209
<b>Dettes</b>	<b>18 930</b>	<b>13 081</b>	<b>11 876</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>37 282</b>	<b>30 046</b>	<b>29 885</b>

Source : Groupe EO2, comptes semestriels

# Correction exercice : cas EO2

On notera que, en plus des 7M€ de dette de l'OBO il y a 2,5M€ de dette d'investissement + une ligne de trésor de 3M€.

Les 2,5M€ de dette d'investissement permettent d'investir dans Eo2 Auvergne. C'est bien d'investir un peu et de ne pas faire remonter tout le cash, c'est plus durable !!

Le ligne de trésor de 3M€ permet de faire remonter 2M€ en plus sur Eo2 groupe. Donc une remonté totale de 9M€.

# Exercice sur une augmentation de capital

Méthanor a réalisé une augmentation de capital avec DPS. Faites une recherche sur le but de ce genre d'opération (à quoi cela sert ?) et sur le mécanisme. Dans le cas particulier de Méthanor écrivez un court texte descriptif de l'opération. Durée : 1/2H à 1H maximum.

# 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 starts-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 €
<b>Répartition du capital</b>		
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
<b>Prime d'émission</b>	<b>138 000 €</b>

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*).



# Parcours boursier de Facebook depuis l'introduction en bourse du 18 Mai 2012

Prix d'introduction : 38\$, 1<sup>er</sup> Jour : Ouverture à 42\$, + haut à 45\$, clôture à 38\$, 31\$ dans les jours qui suivent puis 18\$ au plus bas... avant une hausse très importante depuis.

# Correction exercice AK Méthanor

2) Méthanor a réalisé une augmentation de capital avec DPS. Faites une recherche sur le but de ce genre d'opération (à quoi cela sert ?) et sur le mécanisme. Dans le cas particulier de Methanor écrivez un court texte descriptif de l'opération. Durée : 1/2H à 1H maximum.

La meilleure (seule ?) source d'information possible sur l'augmentation de capital (parfois abrégé en AK) de Méthanor est les communiqués de presse du 24 Février 2020 et du 25 Mars 2020 (plutôt frais non ?) de l'entreprise elle-même.

# Correction exercice

24 Février 2020 :

## Principales caractéristiques de l'opération

Nombre d'actions émises	Emission d'un nombre maximum de 279 454 actions nouvelles (hors clauses d'extension), à raison de 2 actions nouvelles pour 12 actions anciennes détenues.
Prix d'émission	5,25 € par action nouvelle (1 € de valeur nominale et 4,25 € de prime d'émission).
Produit d'émission	1 467 133,5 € (nominal et prime d'émission) pour 279 454 actions nouvelles émises.
DPS	Les DPS seront détachés le 20 février 2020. Les actionnaires de Méthanor recevront 1 DPS pour chaque action détenue (soit au total 1 676 724 DPS émis). Les DPS seront négociables à compter de la même date sur Euronext Paris (code ISIN des DPS : FR0013484730). Les DPS formant rompus pourront être cédés sur le marché pendant leur période de cotation, entre le 20 février 2020 et le 18 mars 2020 inclus. 12 DPS permettent de souscrire 2 actions nouvelles.
Cotation des actions nouvelles	Les actions nouvelles porteront jouissance à compter du 27 mars 2020 et seront admises aux négociations sur Euronext Paris à compter de la même date. Elles seront admises sur la même ligne de cotation que les actions anciennes (code FR0011217710 ALMET) et leur seront entièrement assimilées dès leur admission aux négociations.

# Correction exercice

DPS détaché le 20 Février 2020 : l'action à une valeur de 5,25€ à 5€.

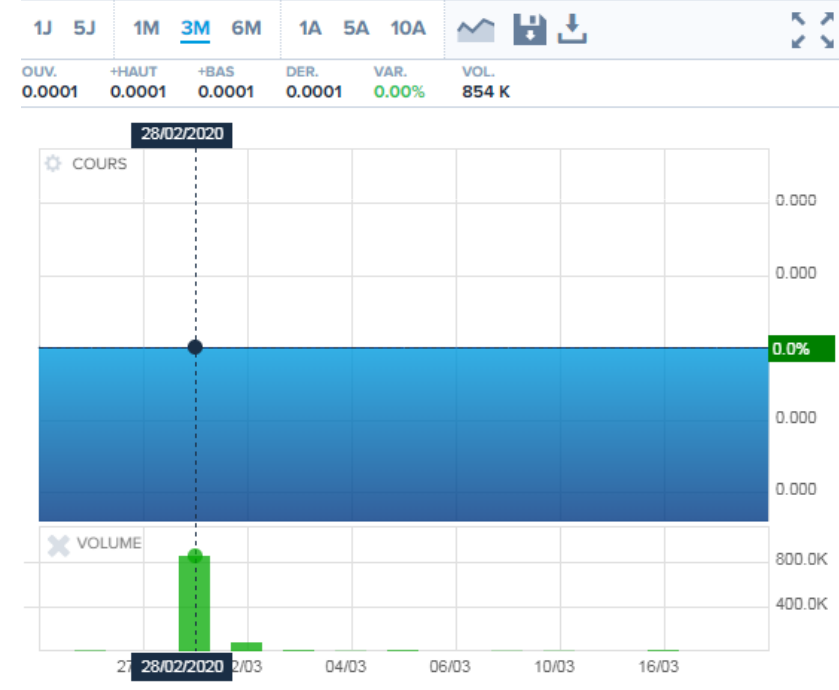
12 DPS (en bourse, code ISIN : FR0013484730) vous donne le droit d'acheter 2 nouvelles actions Méthanol à 5,25€.

Si vous pouvez acheter sur le marché des actions existantes à un prix inférieur aux nouvelles actions, le DPS vaut 0€.

Le DPS a d'ailleurs coté à 0,0001€ pour 854k DPS soit 85,4€ au total....

## CARNET D'ORDRES

Pas de carnet d'ordre disponible



# Correction exercice

25 Mars 2020 :

« Méthanor annonce avoir finalisé son augmentation de capital d'un montant de 1 467 133, 50 € (prime incluse) par l'émission d'un nombre maximum de 279 454 actions nouvelles, au prix unitaire de 5,25 euros (soit 1 € de valeur nominale et 4,25 € de prime d'émission). »

« Sur ces 279 454 actions nouvelles à créer, 263 435 sont des actions à titre de souscription libre, 87 804 des actions de droits préférentiels de souscription pour souscrire à 14 634 actions à titre irréductible et 1 385 des actions à titre réductible ont été demandées ».

Conclusion : il y avait déjà un acheteur voir plusieurs acheteurs qui voulait rentrer, sinon l'AK n'aurait pas eu lieu ou aurait échoué. Nous ne connaissons pas son identité.

Tout actionnaire détenant + de 5% étant identifié, et sachant que l'AK représente 14% du K, on peut en déduire qu'il y a plusieurs acheteurs.