

G E S T I O N

# Ingénierie financière

Cours et études de cas corrigées

3<sup>e</sup> édition

Georges Legros  
Benjamin Legros



# Table des matières

<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>3</b>
--------------------------	----------

## PARTIE 1

### LES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT ET DE FINANCEMENT

<b>CHAPITRE 1 : La spécificité stratégique des groupes.....</b>	<b>7</b>
---	----------

1. Typologie des groupes.....	7
2. Les leviers spécifiques des groupes .....	8
3. Les logiques stratégiques des groupes .....	10
4. Les projets des groupes .....	11
5. Un contexte favorable aux groupes.....	12

<b>CHAPITRE 2: Les décisions d'investissement .....</b>	<b>15</b>
---	-----------

1. L'analyse des investissements.....	16
1.1. Le choix d'un taux d'actualisation ou de capitalisation .....	16
1.2. La nature de l'investissement.....	18
1.3. La prise de décision d'investir .....	19
1.4. Le contrôle des projets d'investissement.....	22
2. Les critères de choix des investissements.....	23
2.1. Le délai de récupération .....	23
2.2. Le taux de rendement comptable .....	25
2.3. La valeur actualisée nette .....	26
2.4. Les critères globaux .....	27
2.5. L'indice de rentabilité.....	30
2.6. Le taux de rendement interne .....	30
2.7. Les flux de trésorerie annuels équivalents.....	31
3. Les cas particuliers.....	31
3.1. Les projets mutuellement exclusifs .....	31
3.2. Le rationnement du capital .....	33
3.3. L'abandon, le remplacement du projet .....	33
3.4. L'inflation .....	34
3.5. Rentabilité des projets et aspect fiscal.....	34

4. L'investissement dans un contexte d'incertitude .....	35
4.1. L'analyse du risque d'un projet unique .....	35
4.2. L'analyse du risque de projets multiples .....	36
4.3. Les choix d'investissement par analyse du risque .....	38

### **CHAPITRE 3: Le financement des investissements ..... 61**

1. Les modes de financement.....	61
1.1. Les augmentations du capital .....	62
1.2. L'autofinancement .....	64
1.3. Les interventions de l'État.....	64
1.4. Les cessions d'actifs immobilisés .....	65
1.5. Les autres fonds propres .....	65
1.6. Les emprunts bancaires .....	66
1.7. Les emprunts obligataires.....	66
1.8. Le crédit-bail (leasing) .....	69
2. Le choix des modes de financement .....	69
2.1. Les taux actuariels .....	69
2.2. La valeur actuelle nette des fonds propres .....	70
2.3. Le taux de rendement interne des fonds propres.....	71
2.4. La valeur actuelle nette disponible.....	71
2.5. La valeur actuelle nette ajustée.....	73

### **CHAPITRE 4: Effets de levier et "leverage buy out" (LBO) ..... 75**

1. L'effet de levier .....	75
2. Le LBO 77	
2.1. L'effet opérationnel.....	78
2.2. L'effet industriel.....	78
2.3. Les signaux .....	79
2.4. Les résultats .....	80
2.5. Montage utilisé pour un LBO.....	80
2.6. La sortie du LBO.....	83
2.7. Les autres types d'opérations .....	84

### **CHAPITRE 5: Le recours aux holdings..... 87**

1. Démonstration .....	87
2. Généralisation.....	91
3. La circulation des capitaux dans les groupes .....	93

<b>CHAPITRE 6 : La titrisation et la défeasance .....</b>	<b>95</b>
1. Définition de l'opération de titrisation.....	95
2. Objectifs de l'opération de titrisation.....	98
3. Montage de l'opération de titrisation.....	99
4. Les acteurs de la titrisation.....	101
5. Les actifs titrisables .....	102
6. Les méthodes d'évaluation des titres dans le cas de prêts hypothécaires .....	104
7. L'émission des parts.....	105
8. La protection des investisseurs .....	106
9. Coût d'une titrisation .....	107
10. Le montage de base .....	107
11. Les autres montages à partir de TSDI .....	108
12. La défeasance.....	109
<b>CHAPITRE 7 : Le capital investissement.....</b>	<b>113</b>
1. Organisation du capital-investissement.....	113
1.1. Les métiers du capital investissement .....	113
1.2. Les stades d'intervention .....	115
1.3. L'offre de capital-investissement .....	117
2. Pratique du capital-investissement.....	120
<b>CHAPITRE 8 : L'introduction en bourse .....</b>	<b>123</b>
1. La cotation directe ou première cotation .....	124
2. L'offre à prix minimal (OPM) ou mise en vente.....	124
3. L'offre à prix ferme (OPF) ou offre publique de vente .....	125
4. Le préplacement.....	125
5. L'offre à prix ouvert (OPO).....	125
6. Le problème des opérations sur le capital précédant une introduction en bourse .....	126
<b>CHAPITRE 9 : La gestion de la trésorerie.....</b>	<b>127</b>
1. Gestion de devises.....	127
1.1. Contrat à terme avec prêt/emprunt.....	127
1.2. Contrat à terme avec swaps de devises .....	129
1.3. Utilisation des swaps pour réaliser des emprunts en devises étrangères.....	131

2. Gestion de taux à travers les contrats de FRA.....	132
2.1. Définition.....	132
2.2. Relation entre taux.....	134
2.3. Swaps de taux.....	134

## **CHAPITRE 10: Études de cas .....137**

• ÉTUDE DE CAS N° 1: QUETZAL.....	137
• ÉTUDE DE CAS N° 2: VITAL.....	141
• ÉTUDE DE CAS N° 3: ASCAIN.....	146
• ÉTUDE DE CAS N° 4: ABRICOT.....	148
• ÉTUDE DE CAS N° 5: CARBONE.....	152
• ÉTUDE DE CAS N° 6: UPSALA.....	156
• ÉTUDE DE CAS N° 7: SEMLICK.....	158
• ÉTUDE DE CAS N° 8: MODIGLIANI.....	162
• ÉTUDE DE CAS N° 9: LOFOTEN.....	166
• ÉTUDE DE CAS N° 10: LUG.....	172
• ÉTUDE DE CAS N° 11: LEIDEN.....	175
• ÉTUDE DE CAS N° 12: MALLORCA.....	179
• ÉTUDE DE CAS N° 13: PUNTA/CANA.....	182
• ÉTUDE DE CAS N° 14: APACHE.....	186
• ÉTUDE DE CAS N° 15: NUMERICA.....	195
• ÉTUDE DE CAS N° 16: VEGAS.....	202
• ÉTUDE DE CAS N° 17: MAC LEOD.....	210
• ÉTUDE DE CAS N° 18: TAHOE.....	215
• ÉTUDE DE CAS N° 19: WHITE SANDS.....	219
• ÉTUDE DE CAS N° 20: LIMASSOL.....	225
• ÉTUDE DE CAS N° 21: ANTARES.....	230
• ÉTUDE DE CAS N° 22: SUN.....	235
• ÉTUDE DE CAS N° 23: ATHÉNA.....	240
• ÉTUDE DE CAS N° 24: CARDIO.....	244
• ÉTUDE DE CAS N° 25: FATOU.....	251
• ÉTUDE DE CAS N° 26: RESTO.....	255
• ÉTUDE DE CAS N° 27: TRANSPO.....	259
• ÉTUDE DE CAS N° 28: AUGUSTUS.....	261

## PARTIE 2

### LES RESTRUCTURATIONS DE GROUPE

<b>CHAPITRE 1 : Le périmètre de l'entité.....</b>	<b>269</b>
1. La notion d'entité .....	269
2. Les principaux critères de définition .....	270
2.1. Le critère juridique .....	270
2.2. Le critère financier .....	270
2.3. Le critère organisationnel.....	271
3. La gestion stratégique du périmètre .....	272
3.1. Les problèmes à résoudre .....	272
3.2. Les manœuvres stratégiques d'intégration et d'externalisation .....	273
3.3. L'approche théorique du choix de la manœuvre.....	274
4. Typologie des stratégies conjointes .....	276
4.1. Les deux critères principaux de classification.....	277
4.2. Le croisement des deux critères économiques et juridiques .....	279
5. Typologie des alliances stratégiques .....	281
5.1. Les partenariats entre firmes non concurrentes .....	281
5.2. Les alliances stratégiques entre firmes concurrentes.....	283
 <b>CHAPITRE 2 : Les offres publiques .....</b>	 <b>285</b>
1. Les acteurs .....	286
1.1. Les actionnaires.....	286
1.2. Les salariés .....	286
1.3. Les dirigeants .....	287
2. Les mécanismes des offres publiques .....	288
2.1. L'offre publique spontanée .....	289
2.2. L'offre publique obligatoire .....	292
2.3. Contrôle des opérations d'offre publique.....	293
2.4. Le ramassage en bourse .....	293
3. Les offres publiques de retrait.....	294
3.1. Les cas obligatoires d'une offre publique de retrait (OPR) .....	294
3.2. Cas particuliers .....	295
3.3. Les autres raisons des OPR .....	295
4. Les plans anti-offres publiques.....	295

<b>CHAPITRE 3 : Les fusions .....</b>	<b>299</b>
1. Définition de la fusion.....	299
2. Modalités de la fusion .....	300
2.1. Principes et critères d'évaluation .....	301
2.2. La détermination du rapport d'échange .....	302
3. Fiscalité de la fusion .....	303
3.1. Le régime de droit commun .....	303
3.2. Le régime de faveur .....	303
4. Les formalités de la fusion .....	305
 <b>CHAPITRE 4 : Apports partiels d'actifs, scissions, spin-off, split-off ...</b>	 <b>307</b>
1. Aspects juridiques .....	307
1.1. Les scissions .....	307
1.2. Les apports partiels d'actifs.....	307
2. Aspects fiscaux .....	309
2.1. Les scissions .....	309
2.2. Les apports partiels d'actifs .....	309
3. Aspects comptables.....	311
3.1. Les scissions .....	311
3.2. Les apports partiels d'actifs.....	312
4. Les spin off, les split off .....	312
 <b>CHAPITRE 5 : Études de cas .....</b>	 <b>313</b>
• ÉTUDE DE CAS N° 29 : JASPER.....	313
• ÉTUDE DE CAS N° 30 : SF .....	316
• ÉTUDE DE CAS N° 31 : HESSE.....	319
• ÉTUDE DE CAS N° 32 : SOGER .....	322
• ÉTUDE DE CAS N° 33 : SVGA .....	325
• ÉTUDE DE CAS N° 34 : ALNA .....	332
• ÉTUDE DE CAS N° 35 : CIP.....	336
• ÉTUDE DE CAS N° 36 : MEGA.....	339
• ÉTUDE DE CAS N° 37 : SEINE ET LOIRE .....	342
• ÉTUDE DE CAS N° 38 : MARX .....	348
• ÉTUDE DE CAS N° 39 : SAMOS .....	356
• ÉTUDE DE CAS N° 40 : KOS.....	362
• ÉTUDE DE CAS N° 41 : SALAZIE.....	365
• ÉTUDE DE CAS N° 42 : NORDKAPP .....	371
• ÉTUDE DE CAS N° 43 : ZETA .....	378

## PARTIE 3

### LE DIAGNOSTIC FINANCIER ET L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES

<b>CHAPITRE 1 : Le diagnostic financier .....</b>	<b>387</b>
1. La formation des résultats .....	387
1.1. Problèmes méthodologiques .....	387
1.2. L'analyse globale .....	390
1.3. L'analyse de la division opérationnelle .....	392
1.4. Le diagnostic financier .....	392
1.5. Les ratios .....	393
1.6. L'analyse de la holding .....	396
2. L'analyse de la rentabilité .....	398
2.1. Les enjeux .....	398
2.2. La rentabilité financière .....	398
2.3. La rentabilité économique .....	399
2.4. La valeur ajoutée économique .....	400
3. L'analyse du financement .....	401
3.1. L'analyse bilantielle .....	401
3.2. Le financement stratégique .....	403
3.3. Le recours au marché boursier .....	404
4. Les tableaux de flux de trésorerie .....	404
4.1. La logique des flux .....	404
4.2. Les modèles français .....	405
4.3. Problèmes spécifiques aux comptes consolidés .....	410
 <b>CHAPITRE 2 : L'évaluation des entreprises .....</b>	 <b>411</b>
1. L'évaluation par la méthode des « discounted cash flows » .....	411
1.1. Principe .....	411
1.2. Description de la méthode .....	411
1.3. Avantages et inconvénients .....	419
1.4. La méthode du « business plan » .....	420
2. L'évaluation patrimoniale (l'ANCC) .....	421
2.1. La logique de l'actif net comptable corrigé .....	421
2.2. L'actif net comptable corrigé poste par poste .....	423
3. Les performances économiques et boursières .....	428
3.1. Les performances économiques .....	428
3.2. Les performances boursières .....	432
3.3. L'évaluation par analogie .....	443



4. Les méthodes hybrides (le goodwill).....	444
4.1. La notion de goodwill .....	444
4.2. Le calcul du goodwill.....	445
4.3. L'actif économique .....	446
4.4. Le taux de rentabilité exigé et le taux d'actualisation.....	447
4.5. Le bénéfice économique.....	447
4.6. L'ajustement du goodwill.....	448
4.7. Les méthodes usuelles .....	450
5. La politique du dividende.....	451
5.1. La distribution de dividende.....	451
5.2. Division du nominal et actions gratuites .....	454
6. Synthèse sur l'évaluation des entreprises.....	455
6.1. La diversité des méthodes .....	455
6.2. Les limites des méthodes d'évaluation.....	456
6.3. La différence entre une évaluation et un prix.....	456
6.4. L'inévitable loi de l'offre et de la demande.....	457
6.5. Nature et profil de l'acheteur.....	457
6.6. La valorisation des synergies .....	458
<b>CHAPITRE 3 : La communication financière .....</b>	<b>461</b>
1. Les avantages de la communication financière.....	461
2. Les récepteurs de cette communication .....	462
3. Les indicateurs de la communication financière .....	463
4. Les limites de ces différents indicateurs et modèles .....	465
5. Les solutions alternatives proposées pour améliorer la communication financière ..	468
6. L'approche long terme de la valeur et le Modèle Value Reporting.....	470

<b>CHAPITRE 4 : Études de cas .....</b>	<b>475</b>
• ÉTUDE DE CAS N° 44 : CHAYEUX .....	475
• ÉTUDE DE CAS N° 45 : PAGEOT .....	480
• ÉTUDE DE CAS N° 46 : AZUROX .....	484
• ÉTUDE DE CAS N° 47 : AGRIPOR .....	495
• ÉTUDE DE CAS N° 48 : VALAROS .....	497
• ÉTUDE DE CAS N° 49 : DIAMANT .....	498
• ÉTUDE DE CAS N° 50 : PRINCEPS .....	502
• ÉTUDE DE CAS N° 51 : YELLOW .....	507
• ÉTUDE DE CAS N° 52 : APALACHES .....	510
• ÉTUDE DE CAS N° 53 : BOUDDHA .....	516
• ÉTUDE DE CAS N° 54 : VIVEN .....	523
• ÉTUDE DE CAS N° 55 : ALTA .....	531
• ÉTUDE DE CAS N° 56 : MIRO .....	536
• ÉTUDE DE CAS N° 57 : TAPIES .....	537
• ÉTUDE DE CAS N° 58 : EVORA .....	538