

## Chapitre 4 Le coût du capital associé à une émission d'Absa

Il s'agit là du dernier type d'émission en capital différée à laquelle nous nous intéresserons; à la différence des trois précédentes qui pouvaient être qualifiées d'émissions hybrides (au sens de titres intermédiaires entre une obligation et une action), l'émission d' 'Actions à bons de souscription d'action' porte sur un titre relevant exclusivement des fonds propres. Sa spécificité toutefois par rapport à une augmentation du capital en numéraire ordinaire est d'être associée à 2 augmentations de capital en numéraire successives, l'une immédiate, l'autre potentielle à moyen terme lors de l'exercice éventuel des bons de souscription attachés aux Absa émises.

Comme pour l'émission d'Obsa pour laquelle au lendemain de l'émission l'obligation classique et le bsa vivaient indépendamment leur vie, l'un et l'autre étant cotés sur des marchés différents (le marché secondaire des obligations classiques pour l'une et le marché des bons de souscription d'actions pour l'autre, l'Absa, au lendemain de l'émission verra évoluer indépendamment ses deux composantes, une action ordinaire cotée sur le marché des actions et bénéficiant des mêmes droits que les autres actions ordinaires et un (ou plusieurs) bon de souscription d'action coté lui aussi sur le marché des bons de souscription d'actions.<sup>1</sup>

### 1° L' évaluation de la valeur théorique d'une Absa et du cout du capital associé à une Absa selon l'approche 'actuarielle'

L'Absa est un ensemble constitué d'

. d'une action ordinaire souscrite en  $t_0$  qui doit faire l'objet de rémunération au taux  $k_r$  de  $t=1$  à  $t=\infty$

. et d'une promesse d'action supplémentaire laquelle sera éventuellement souscrite d'ici une date d'exercice précisée par contrat (5 ans par exemple) à un prix d'émission fixé par contrat et qui, dans ce cas de figure, fera également l'objet de rémunération au taux de rendement requis des actions  $k_r$  de la date de souscription à l'année  $t=\infty$

Pour exprimer la valeur d'une émission d'Absa on peut adapter le modèle précédent d'évaluation d'une émission d'Obsa en remplaçant dans l'expression de celle-ci

$$V_{\text{obsa}} = \sum_{t=1}^T [(q_t \cdot R_t + p_t \cdot V_t) / (1+k_d)^t] + \sum_{t=1}^T (s_t \cdot p'_t [E_t / (1+k_r)^t - (PE_t / (1+k_d)^t)])$$

la composante 'obligataire' par une 'composante 'action initiale'

$$\sum_{t=1}^{\infty} Do (1+g)^t / (1+k_r)^t = \sum_{t=1}^T Do (1+g)^t / (1+k_r)^t + E_T / (1+k_r)^T$$

avec  $E_T$  la valeur prévisionnelle des actions créées en fin de 5ème année<sup>2 3</sup>

l'évaluation du bon de souscription d'action demeurant inchangée

<sup>1</sup> dans le cadre du texte après nous nous référerons au cas d'une Absa avec un seul bon de souscription d'action

<sup>2</sup> la valeur d'une action à l'instant  $t$  n'étant que la somme actualisée des revenus futurs attachés à la détention de cette action d'ici un horizon infini, la valeur actuelle des rémunérations servies au titre de l'année  $T+1$  à l'année  $\infty$  n'est autre que la valeur du titre en  $T$ .

<sup>3</sup> si nous retenons une période d'exercice de 5 ans.

$$\sum_{t=1}^T (s_t \cdot p'_t [E_t / (1+k_r)^t - (PE_t / (1+k_d)^t)])$$

entraînant l'expression suivante de la valeur théorique de l'Absa

$$V_{\text{absa}} = \sum_{t=1}^T Do (1+g)^t / (1+k_r)^t + E_T / (1+k_r)^T + \sum_{t=1}^T (s_t \cdot p'_t [E_t / (1+k_r)^t - (PE_t / (1+k_d)^t)])$$

La valeur théorique de l'Absa dépend essentiellement pour l'investisseur de la valeur du gain futur qu'il sera susceptible de réaliser dans l'hypothèse où il aurait intérêt à souscrire et souscrivait effectivement (si  $E_t / (1+k_r)^t > (PE_t / (1+k_d)^t)$ )

Le coût actuariel de l'absa qui s'en déduit est le suivant:

$k_{\text{absa}}$  tel que :

$$Mi = \sum_{t=1}^T Do (1+g)^t / (1+k_{\text{absa}})^t + E_T / (1+k_{\text{absa}})^T + \sum_{t=1}^T (s_t \cdot p'_t [E_t / (1+k_{\text{absa}})^t - (PE_t / (1+k_{\text{absa}})^t)])$$

*- Exemple d'évaluation du coût du capital associé à une émission d'Absa selon l'approche actuarielle classique*

Considérons le cas de la société RST dont les caractéristiques seraient les suivantes:

a) la société émettrice au moment du lancement de l'émission d'actions avec bons de souscription d'actions a les caractéristiques suivantes:

nombre d'actions au capital :  $N = 5\,150\,720$

cours de l'action: 780 F

dernier bénéfice par action connu: 48 F (correspondant à un PER égal à 16)

dernier dividende connu : 16F (soit un taux de distribution d'un tiers des bénéfices nets réalisés)

date de versement du dividende : chaque année vers le 15 Juin

taux de croissance annuel anticipé du dividende : 10%

béta de l'action:  $\beta_a = 1.15$

b) les caractéristiques de l'émission d'Absa sont les suivantes:

date de l'émission : 15 octobre 19XX

montant de l'émission: 200 millions de francs

rapport d'émission: 1 Absa pour 8 actions, soit  $n = 643\,840$  actions nouvelles créées

prix d'émission de l'Absa : 770 F

à chaque Absa émise est associé 1 bon de souscription d'action ( $v = 1$ )

la souscription des nouvelles actions s'effectuera dans les conditions suivantes: souscription d'ici 5 ans d' 1 action à 810F pour 2 bons de souscription détenus ( $\eta = 2$ ) (soit une parité de souscription  $\theta = v/\eta$  de 1/2 action pour chaque Absa émise et la création potentielle de  $n' = (v \cdot n / \eta) = 643\,840 / 2 = 321\,920$  actions supplémentaires à créer au terme de l'exercice (présupposé intégral) des bons.

c) hypothèses supplémentaires:

stabilité au niveau actuel du taux de distribution des bénéfices nets (1/3)

stabilité du PER du titre tout au long de la durée de vie du bsa (per =16)

:incidemment ceci équivaut à faire l'hypothèse que bénéfices annuels, dividendes annuels et cours théorique du titre évolueront au même rythme de 10% l'an au cours de la période de référence.

Compte-tenu de ces données de départ on peut s'attendre à l'évolution suivante des bpa., dividende par action et cours théorique de l'action au cours de la période étudiée:

Année	bpa	div.annuel prévisionnel $d_0(1+g)^t$	div.global prévisionnel (avoir fiscal inclus)	cours théorique de l'action $P_t$
0	48	16	24	780
1	52.80	17.60	26.40	858
2	58.08	19.36	29.04	943
3	63.90	21.30	31.94	1038
4	70.29	23.43	35.13	1142
5	77.32	25.77	38.64	1256

Il apparaît, sur la base de l'évolution anticipée des cours de bourse de l'action, que l'on pourrait s'attendre au déclenchement d'une demande de souscription d'actions nouvelles dès la 1ère année, (858F > 810F) date à laquelle le cours prévisionnel de l'action de référence dépasse le prix d'émission contractuel de la future action nouvelle. Il n'est pas sûr toutefois que les porteurs de bsa procèdent immédiatement à une telle demande de souscription: certains peuvent même avoir souscrit à l'émission d'absa sans avoir jamais eu l'intention de participer à la future augmentation de capital; ceux là se contenteront de laisser leur bon de souscription d'action prendre de la valeur sur le marché quitte en cas de besoin à le revendre pour encaisser leur plus-value. D'autres désireux de participer à l'augmentation de capital, pourront tout simplement attendre l'échéance normale du bon de souscription (5 ans)

Dans le cas présent nous ferons l'hypothèse que les souscripteurs exerceront leur droit à souscrire à la fin de la 5ème année c'est-à-dire à l'échéance du bon ( $p_t$  prenant dans ce cas la valeur 100%)

Dès lors les flux attendus d'une telle émission seront:

Détail des calculs réalisés 643 840 Absa émises à 770 F  $N_0=495\ 756\ 800\ F$   
produit net de l'émission 480 884 090F avec  $e=3\%$

t						$D_0(1+g)^t$	annuité financière 'action initiale'
1						11 331 584	11 331 584
2						12 464 742	12 464 742
3						13 713 792	13 713 792
4						15 085 171	15 085 171
5						16 591 756	16 591 756
6							
7							
8							

avec  $E_T=1256\ F^*643\ 840=808\ 663\ 040\ F$

auxquels s'ajoutent les flux financiers liés à la création d'actions nouvelles en fin de 5<sup>ème</sup> année suite à l'exercice des bons de souscription d'actions.

partie 'augmentation de capital différée '

avec  $v/\eta=0.5$

643 840 absa émises(n=643 840)

643 840 bsa émis et potentiellement

321 920 actions nouvelles à émettre (n'=321 920)

	$s_t$	$p_t'$	nombre d'actions nouvelles souscrites en t sur la base de $v/\eta=0.5$ $n'_t$	valeur de marché d'un titre en t $P_t$	valeur de marché capital souscrit $s_t.p'_t [E_t]$ avec $E_t=n'_t.P_t$	prix d'émission des nouvelles actions créées $s_t.p'_t.[PE_t]$ avec $PE_t=n'.pe$ $pe=810 F$	gain potentiel pour les détenteurs des absa en t $s_t.p'_t [E_t - PE_t]$
1	0	0	0	848	0	0	0
2	0	0	0	943	0	0	0
3	0	0	0	1038	0	0	0
4	0	0	0	1142	0	0	0
5	0	1.0	321 920	1256	404 331 520	260 755 200	143 576 320
6				1381			
7				1519			
8				1670			
9				1837			
10				2021			
11				2223			
12				2445			
13							

dont il est possible de tirer  $k_{absa}$

$k_{absa}$  est le taux pour lequel on a:

$$480\,884\,090 = 11\,331\,584/(1+k_{absa})^1 + 12\,464\,742/(1+k_{absa})^2 + 13\,713\,792/(1+k_{absa})^3 + 15\,085\,171/(1+k_{absa})^4 + 16\,591\,756/(1+k_{absa})^5 + 143\,576\,320/(1+k_{absa})^5 + 808\,663\,040/(1+k_{absa})^5$$

soit  $k_{absa} = 16.82\%$  selon l'approche actuarielle