

		FR-FOR-PF-04 ME	Version : A
Page 1	Support de cours		08/01/2011

Management Financier International

Matière : Ingénierie Financière

Intervenant : Choukri OIMDINA

2010-2011

Objectifs du Module

- Prendre connaissance des questions d'ordre stratégique, juridique et financier qui se posent dans le cadre d'une opération d'ingénierie financière (M&A, privatisation, LBO, etc.) ;
 - Se familiariser avec les outils financiers et juridiques couramment utilisés ;
 - Étudier quelques instruments et montages financiers et comprendre leur intérêt ;
 - S'initier à l'évaluation des sociétés ;
 - Allier la présentation théorique à des exemples et des cas pratiques inspirés de dossiers réels.
-

1

Plan du Module

Introduction à l'ingénierie financière

Partie I : Les outils de l'ingénierie financière

- Les outils
- Les méthodes d'évaluation des sociétés

Partie II : Les opérations de l'ingénierie financière

- Les opérations de développement
 - Montages sans modification du contrôle
 - Montages avec changement de contrôle
 - Les opérations de réorganisation
 - La réorganisation du passif
 - La réorganisation de l'actif
-

2

Plan du Module (suite)

Partie I : Les outils de l'ingénierie financière

□ Les outils

- Les instruments financiers (les titres de capital et obligataires)
- Les instruments juridiques (holdings, pacte d'actionnaires, etc.)
- La fiscalité des valeurs mobilières
- L'Analyse Financière
- Le business plan
- La due diligence

□ Les méthodes d'évaluation des sociétés

- L'approche patrimoniale (ANC, ANCC, CPNE et Goodwill)
 - L'approche par actualisation des flux futures (DDM, DCF, EVA et MVA)
 - L'approche comparative (multiples boursiers et des transactions récentes)
 - Études de cas
-

3

Plan du Module (suite)

Partie II : Les opérations de l'ingénierie financière

□ Les opérations de développement

□ Montages sans modification du contrôle

- L'introduction en Bourse
- Le capital investissement
- Ouverture du capital aux salariés (stock options, plan d'épargne, etc.)
- Étude de cas

□ Montages avec changement de contrôle

- Les offres publiques (OPA et OPE)
 - Les fusions & acquisitions
 - Les privatisations
 - Étude de cas
-

4

Plan du Module (suite)

Partie II : Les opérations de l'ingénierie financière (suite)

□ Les opérations de réorganisation

□ La réorganisation du passif

- Le réaménagement du capital (Les opérations à effet de levier : LBO, MBO, etc., les OPR)
- Le réaménagement des dettes (le reconditionnement des titres et la defaisance)

□ La réorganisation de l'actif

- La titrisation
-

5

Introduction à l'ingénierie financière

6

Introduction

- Les entreprises ne pourront survivre et se développer que par des arbitrages entre les intérêts diffus et divergents de chaque intervenant en capital et de chaque acteur (créanciers, managers, etc.).
 - Il n'est pas rare de voir des disparitions d'entreprises suite à des mésententes entre des associés majoritaires et minoritaires, des membres des organes de direction, etc.
 - Ou suite à des conflits ou divergences de vue avec une prédominance de l'intérêt individuel au détriment de l'intérêt collectif.
-

7

Problématique

- L'ingénierie financière est une technique d'appréhension des entreprises et de leur environnement, créée au service du capital au sens large du terme (Enjeu du Pouvoir).
 - L'ingénierie financière est née du désir pour les uns d'acquérir ce Pouvoir, et de la nécessité pour les autres (ses détenteurs) de mieux le maîtriser, de l'organiser, de le conforter en le dissociant au besoin du capital mais aussi en structurant ce dernier et en organisant soigneusement sa transmission.
 - Cet enjeu du Pouvoir va s'exprimer tout au long de la vie de l'entreprise et de son développement à l'occasion d'opérations telles que :
 - M&A (fusions et acquisitions) ;
 - Cessions partielles d'actifs, de branches complètes d'activité et de filiales ;
 - Recomposition d'actionnariat ;
 - Restructuration de l'actif et du passif (defeasance et titrisation) ;
 - Introduction en bourse (IPO) avec ou sans augmentation de capital ;
 - Opérations financières sur actions cotées (OPA, OPE, OPR, etc.) ;
 - Privatisations.
-

8

Problématique (suite)

Les opérations d'ingénierie financières répondent à des raisons : patrimoniales et/ou économiques et/ou financières.

□ **Raisons patrimoniales** : conservation du patrimoine familial, préparation de la succession du dirigeant, etc.

□ **Raisons économiques** liées à la stratégie des entreprises par rapport : à l'importance de leur métier, à leur situation sur leur secteur et à leur positionnement sur leurs marchés (conquête de parts de marché (acquisitions), nouvelles technologies (acquisitions, JV), recentrage sur certains métiers (cessions de branche d'activité), etc.).

□ **Raisons financières** liées aux moyens de l'entreprise (niveau des capitaux propres, d'endettement, de rentabilité, etc.) ou à l'utilisation des nouvelles techniques financières et montages financiers spécifiques (fiscalité, nouveaux produits, etc.).

9

Définition

□ L'ingénierie financière est donc un ensemble de méthodes et techniques mises en œuvre pour viabiliser financièrement l'entreprise au delà de ses mutations en préservant : la solidité de son bilan, la cohésion de son actionnariat et l'adéquation entre finance et capital.

□ Ainsi l'ingénierie financière :

- concerne toutes les opérations portant sur le « haut de bilan ».

- va ainsi contribuer à faciliter toutes les opérations qui touchent de près ou de loin au capital : sa détention, son organisation, sa structure, sa transmission, voire sa création.

□ L'ingénierie financière fait appel à des domaines de compétences divers : techniques financières, fiscalité, droit des affaires, stratégie des entreprises, techniques de négociation, appuyés le plus souvent d'une compétence sectorielle.

□ L'ingénierie financière relève de la « finance sur mesure ».

10

Étapes d'une opération d'ingénierie financière

- L'ingénierie financière apparaît ainsi comme utile pour contribuer à la stabilité du pouvoir, condition nécessaire à l'exercice d'une bonne gestion et la pérennité de l'entreprise.
 - Pour ce faire on retrouve, quelle que soit l'opération concernée, des points de passage obligés qui constituent autant d'étapes d'une mission d'ingénierie financière.
 - Les différentes étapes de l'ingénierie financière :
 - Recueillir toutes les données pour connaître le contexte de l'opération.
 - Analyse des informations recueillies.
 - Diagnostic de la situation.
 - Évaluation de l'entreprise.
 - Montages financier, juridique et fiscal de l'opération.
-

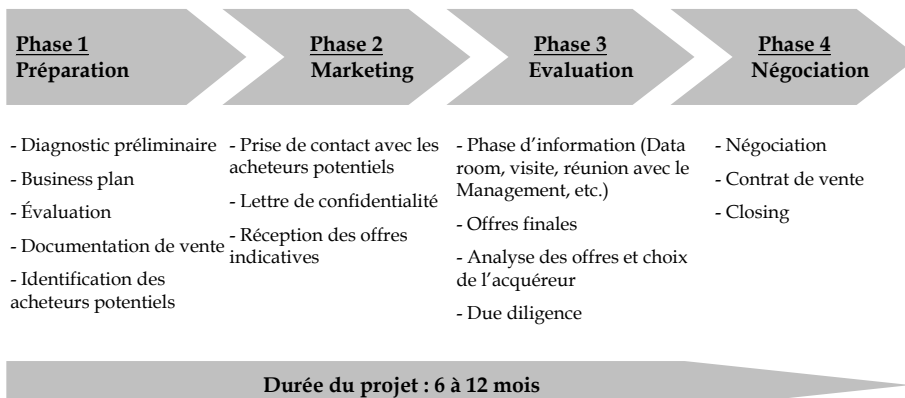
11

Les différents intervenants lors d'une opération

- Actionnaires : consolider, organiser, transmettre le capital et le pouvoir, optimiser la valeur.
 - Dirigeants et Personnel : pérenniser l'entreprise et optimiser la cohérence industrielle et financière.
 - Banques : connaissance approfondie du client et pérennité de la relation, rôle moteur dans la pérennité de l'entreprise, source de revenus, etc.
 - Banques d'affaires : source de revenus (commissions fixes et de succès), développement de leur fonds de commerce, prises de participation, etc.
 - Conseils de l'entreprise (avocats d'affaires, fiscalistes, commissaires aux comptes et cabinets d'audit et d'expertise) : source de revenus.
 - Les investisseurs financiers majoritaires ou minoritaires (capital risque, institutionnels, etc.) : source de dividendes et plus values.
 - Les clients et les fournisseurs : pérennité de la relation.
 - Les analystes financiers si la société est cotée.
-

12

Processus type d'une opération : cas d'une cession d'entreprise



13

Phase 1 : Préparation

- Diagnostic préliminaire (diagnostic stratégique, commercial, industriel, ressources humaines, juridique, comptable et financier, etc.).
 - Établissement du business plan (projections financières sur 5 ans : CPC, Plan de financement et Bilan prévisionnels).
 - Évaluation de la société (Évaluation patrimoniale, par les comparables et par actualisation des flux futurs).
 - Documentation de vente (teasing, memorandum d'information, etc.).
 - Identification des acheteurs potentiels (investisseurs stratégiques, financiers, MBO, etc.).
-

14

Phase 2 : Marketing

- ❑ Prise de contact avec les acheteurs potentiels (établir des premiers contacts directs, personnels et à un niveau adapté).
 - ❑ Lettre de confidentialité.
 - ❑ Réception des offres indicatives (non-contraignantes) : demander une offre indicative pour s'assurer de l'intérêt de l'acquéreur potentiel et avant de donner un accès plus complet aux informations relatives à la société.
-

15

Phase 3 : Évaluation

- ❑ Phase d'information (Data room, visite de site, réunion avec le Management, etc.).
 - ❑ Offres finales : type de paiement (cash, titres, emprunts), clause de earn-out, crédit vendeur, etc.
 - ❑ Analyse des offres et choix de l'acquéreur.
 - ❑ Due diligence : toute mauvaise surprise à ce stade provoque habituellement une réduction du prix.
-

16

Phase 4 : Négociation

- Négociation juridique (contrat de vente, pacte d'actionnaires, garantie du passif, etc.).
 - Contrat de vente (prix de la transaction, etc.).
 - Finalisation et closing.
-

17

Quelques conseils en cas de cession

- Disposer d'un objectif stratégique clair.
 - Disposer d'un plan d'action détaillé et maintenir un contrôle strict sur le processus de vente.
 - Prix : identifier les synergies/risques afin d'accroître la valeur de la transaction.
 - Se faire accompagner par un conseiller. Apport d'un conseiller externe en Corporate Finance :
 - On ne vend son entreprise qu'une fois - l'expérience est donc spécialement importante.
 - Prise en charge d'un rôle d'intermédiaire.
 - Permet à l'entrepreneur de rester concentré sur son business.
 - Accès au réseau des investisseurs.
 - Ne pas sous-estimer les négociations juridiques (contrat de vente, pacte d'actionnaires, garantie du passif, etc.).
 - Une bonne cession : un prix le plus élevé possible mais avec des garanties de passif les moins contraignantes possibles.
-

18

Des règles déontologiques très strictes pour les conseillers

- Confidentialité stricte sur l'opération, les informations non publiques reçues, le déroulement de la mission, notamment vis à vis de l'extérieur : marché, clients, fournisseurs, concurrents, etc.
 - Délit d'initié pour les sociétés cotées : connaissance, avant tout le monde, d'informations confidentielles sur l'opération projetée qui pourraient être utilisées à des fins personnelles.
 - Se limiter à son rôle de conseil : défendre les intérêts de son client face à l'autre partie sans s'écarter de son rôle de conseil. Le conseil n'est pas un mandataire, seuls les actionnaires décident.
 - Conflits d'intérêts : Ne pas prendre en même temps une mission à la vente de deux entreprises concurrentes, deux opérateurs du même établissement ne peuvent être l'un conseil du vendeur et l'autre de l'acheteur sur une même opération, etc.
-

19

Module Ingénierie Financière

1- Les outils de l'Ingénierie Financière

Mai 2010

Animateur : Choukri OIMDINA

Les outils de l'ingénierie financière

- Les instruments financiers
 - L'analyse financière
 - Le business plan
 - La due diligence
 - L'évaluation des sociétés
 - Les documents juridiques
 - La fiscalité des valeurs mobilières
-

1.1- Les instruments financiers

Les valeurs mobilières

- A la base deux titres : **action** et **obligation**.
 - L'action est un titre négociable émis par une société de capitaux et représente la valeur unitaire du capital social de cette dernière.
 - L'obligation est un titre d'emprunt, portant intérêt. L'obligation peut être à taux fixe ou à taux variable. Le risque de l'obligataire est la défaillance de l'émetteur avant le remboursement de l'obligation.
-

23

Les actions

- Les actions sont des titres de capital qui prennent deux formes :
 - Les actions de numéraire dont le montant est libéré en espèces, par compensation de créances ou suite d'incorporation au capital de réserves, primes d'émission ou de fusion.
 - Les actions d'apport sont attribuées contre des actifs autre que l'argent (fonds de commerce, immeubles, marchés de fournitures, etc.).
 - L'action est un titre de :
 - **Pouvoir** : droit à l'information et droit de participation aux votes.
 - * Exceptions au principe de proportionnalité pouvoir/participation (Golden share, droit de vote double et dividende prioritaire).
 - **Placement** : droit aux bénéfices distribuables, au réserve et boni de liquidation. Plus value en cas de cession.
-

24

Les actions

- Les formes de l'action : nominative (la société en connaît le propriétaire) et au porteur.
 - Le droit préférentiel de souscription (DPS) : droit accordé aux actionnaires existant, par priorité et proportionnellement à leurs participation, de souscrire à une augmentation du capital en numéraire. Les actionnaires peuvent renoncer individuellement à leur droit de souscription ou céder leur DPS.
-

25

Les seuils de contrôle dans la SA et la SARL

□ Minorité de blocage (1/3 des voix plus une voix)

Seuil donnant, à l'actionnaire qui le détient, la faculté de bloquer toute décision en A.G.E. pour la modification des Statuts.

□ Partenariat (partage 50/50 des voix)

Très utilisé dans les « Joint Ventures » (JV), Sociétés en Participation, G.I.E., utilisé pour des opérations ponctuelles (égalité parfaite mais inconvénients : unité de gestion difficile à respecter et risques de blocage, prévoir des clauses de sortie si mésentente ou conflit).

□ Contrôle de la majorité absolue (1/2 des voix plus une voix)

L'actionnaire majoritaire est maître des décisions dans les A.G.O., il décide donc de la gestion de la société, maîtrise la gestion des comptes et les engagements pris par la société.

□ Contrôle de plus des deux tiers (2/3 des voix plus une voix)

L'actionnaire dans cette situation maîtrise la société, les seules limites viennent des actionnaires minoritaires pour les décisions exigeant l'unanimité : Statuts, pactes d'actionnaires.

□ Contrôle total (100% des voix)

Situation des sociétés filiales de groupe (titres de garantie).

26

Les techniques d'augmentation de capital

- Augmentation de capital par apport en numéraire.
 - Émission d'actions nouvelles.
 - Élévation de la valeur nominale.
 - Augmentation de capital par voie d'apports en nature.
 - Augmentation de capital par incorporation de réserves.
 - Émission d'actions de préférence, qui offrent des droits particuliers très variés de nature pécuniaire (dividende prioritaire, etc.) ou politique (droit de vote, etc.).
-

27

Bons de Souscription en Actions (BSA)

Les BSA confèrent à leurs titulaires le droit de souscrire des titres représentant une quote-part du capital de la société émettrice.

- Intérêt des BSA pour le souscripteur :
 - Coût limité au prix d'exercice des BSA (généralement limité au nominal) ;
 - Mécanisme d'anti-dilution économique ;
 - Mécanisme de sanction du business plan (indexation) ;
 - Les BSA peuvent être émis à la création de la société ;
 - Efficacité liée au caractère automatique de la réalisation de l'augmentation de capital résultant de l'exercice des BSA.

□ **Étude de Cas : Émission de BSA par IB Maroc au profit de ses cadres dirigeants**

28

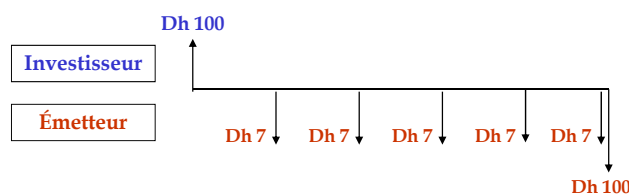
Les obligations

- Une obligation est un titre de créance négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise, une entité du secteur public ou l'Etat.
- En tant que créancier d'une entreprise, le porteur d'une obligation ne court pas le risque industriel de celle-ci puisque sa rémunération est contractuelle. Il sera remboursé avant les actionnaires en cas de faillite de l'entreprise. En contrepartie, il ne bénéficie pas des droits sociaux liés à l'action (droit au bénéfice et droit à la gestion de l'entreprise via le droit de vote).
- Seules les sociétés anonymes peuvent émettre des obligations :
 - ayant deux années d'existence et qui ont clôturé deux exercices successifs dont les états de synthèse ont été approuvés par les actionnaires ;
 - dont le capital social a été intégralement libéré.
- La valeur nominale ne peut être inférieure à 100 dirhams.
- L'assemblée générale ordinaire des actionnaires a seule qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations

29

Caractéristiques d'une émission obligataire

- Maturité : durée de vie de l'obligation
- Montant
- Le prix d'émission / Nominal : en cas d'égalité, émission au pair
- Coupon : Taux d'intérêt versé (fixe ou variable)
- Garantie
- Mode de remboursement (in fine, remboursement périodique, zéro coupon)



30

Caractéristique d'une obligation

□ Prix d'une obligation

$$P = \sum_{i=1}^n C_i / (1 + r)^i + F / (1 + r)^n$$

□ Taux de rendement actuariel (TRA)

$$P_M = \sum_{i=1}^n C_i / (1 + \text{TRA})^i + F / (1 + \text{TRA})^n$$

□ Duration

$$D = \sum_{i=1}^n i * C_i / (1 + \text{TRA})^i / P_0$$

□ Sensibilité

$$S = 1/P (dP/dr)$$

$$S = - D/(1+r)$$

31

Exemple

Caractéristiques de l'obligation

Valeur Nominale	1 000,00
Coupon	8,0%
TRA	10,0%
Maturité	4 ans

	1	2	3	4
Coupon	80,00	80,00	80,00	80,00
Remboursement				1 000,00

Prix	936,60	80,00	80,00	80,00	1 080,00
Duration	3,56	80,00	160,00	240,00	4 320,00
Sensitivity	-3,24				

32

Les titres de créances négociables

- **Certificats de Dépôt** - CD (10 jours à 7 ans) : sont des titres émis par les banques.
 - **Bons des Sociétés de Financement** - BSF (2 ans à 7 ans) : sont des titres émis par les sociétés de financement. Les sociétés de financement ne peuvent émettre des bons que pour un montant n'excédant pas 40% de l'encours de leurs emplois sous forme de crédit à la clientèle.
 - **Billets de Trésorerie** - BT (10 jours à 1 année) : sont émis par les sociétés par actions, les établissements publics et les coopératives disposant de fonds propres supérieurs à 5 millions de dirhams. Ils doivent également avoir au moins trois années d'activité effective et avoir établi au moins trois bilans certifiés.
 - Le montant unitaire des CD, BT et BSF est fixé à 100.000,00 dirhams.
-

33

Les techniques de verrouillage du capital

- Les techniques de verrouillage du capital répondent à deux logiques :
 - Lever des capitaux indispensables à la croissance de l'entreprise sans abandonner le contrôle exercé sur le droit de vote.
 - Encadrer les droits de vote.
 - Ces techniques ont été développées et sophistiquées grâce à l'apparition de titres hybrides = disparition de la frontière stricte entre les produits actions et obligations.
-

34

Le capital muet

□ Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADP)

- Lever des fonds sans dilution du pouvoir.
- En contrepartie d'un avantage financier (dividende prioritaire) l'action est privée de droit de vote.
- Seules les sociétés par actions ayant réalisé des bénéfices distribuables au cours de 2 derniers exercices peuvent émettre de tels titres. Le montant des ADP ne peut excéder $\frac{1}{4}$ du capital.

□ Les certificats d'investissement

- Une action peut être "démembrée". C'est à dire que l'action peut être divisée en un certificat d'investissement représentatif des droits pécuniaires et un certificat de droit de vote représentatif des autres droits attachés aux actions émises.
 - La part des actions ainsi "divisées" ne doit pas excéder un quart du capital.
 - Lorsqu'un certificat d'investissement et un certificat de droit de vote se retrouvent dans les mains d'un même porteur, l'action ordinaire est réputée être reconstituée.
-

35

Le quasi-capital muet / clauses de subordination

□ Les prêts et titres participatifs

Ils sont remboursés après le désintéressement de tous les autres créanciers. En contrepartie, ils reçoivent une rémunération composée d'une partie fixe (coupon) et d'une partie variable sous la forme d'une participation aux résultats de l'entreprise.

□ Les titres subordonnés : TSDI et TSR

Ces valeurs mobilières ne sont remboursées qu'après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion des prêts et titres participatifs.

- Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) sont des émissions subordonnées dont la durée est infinie, le remboursement se faisant au gré de l'émetteur.
- Les titres subordonnés remboursables (TSR) sont des titres comparables aux TSDI à la différence que le contrat d'émission prévoit le remboursement.

Les TSR sont surtout émis par les établissements de crédit en raison de l'entrée en vigueur des nouvelles réglementations prudentielles (Ratio Cooke).

□ Exemples : Émission d'obligations subordonnées par plusieurs banques marocaines.

36

Les valeurs mobilières complexes - Principe

- Les valeurs mobilières complexes peuvent être scindées en deux types :
 - Celles offrant une option : remboursement, conversion, bon de souscription, etc.
 - Celles caractérisées par une clause de subordination : TSDI, TSR, etc.

 - Les obligations hybrides :
 - Obligations Convertibles en Actions (OCA).
 - Obligations à Bons de Souscription en Actions (OBSA) / en Obligations (OBOS).
 - Obligations Remboursables en Actions (ORA).
 - Obligations Convertibles ou Échangeables en Actions Nouvelles ou Existantes (OCEANE)
-

37

Les Obligations convertibles en actions (OCA)

Obligations dont le contrat d'émission prévoit qu'elles pourront, à des époques déterminées, être converties en actions, sur demande de leurs porteurs.

- Intérêts pour l'émetteur :
 - La dilution est différée contrairement à une augmentation de capital ;
 - Le taux d'intérêt versé aux obligataires est inférieur à celui des obligations ordinaires ;
 - Les intérêts versés sont déductibles pour l'assiette de l'impôt sur les sociétés.
 - Traitement comptable : dette vs. quasi fonds propres.
- Intérêt pour le souscripteur :
 - Apporter une partie du financement sous forme de prêt (risque moindre) ;
 - Sanctionner le non-respect du business plan ;
 - Caractère automatique de la réalisation de l'augmentation de capital.

□ **Étude de Cas : Émission des OCA par la BMCI et CMT**

38

Obligations à Bons de Souscription en Actions (OBSA)

Une obligation assortie d'un ou de plusieurs bons de souscription d'actions, négociables séparément, à un prix convenu à l'avance.

□ Intérêts pour l'émetteur :

- Lever des capitaux à un coût inférieur aux obligations.

□ Intérêt pour le souscripteur :

- Flexibilité : il peut conserver l'obligation et le bon, céder le bon (limitation du risque mais aussi d'espoir de gain), céder l'obligation (espérance rendement/risque plus élevée) ou céder les deux ;

□ **Conditions d'exercice des bons** : prix d'exercice, durée, nombre de bons attachés à une obligation, nombre d'actions auxquelles ouvrent droit les bons, etc.

□ **Obligations à Bons de Souscription en Obligations (OBDO).**

39

Les Obligations Remboursables en Actions (ORA)

Remboursement exclusivement en actions selon la parité de remboursement fixée dans le contrat d'émission. Jusqu'à leur remboursement, les ORA relèvent du régime juridique applicable aux obligataires.

□ Intérêt pour l'émetteur :

- La dilution est différée contrairement à une augmentation de capital ;

- Endettement à des conditions moins onéreuses ;

- Pas de risque d'obérer sa trésorerie puisque le remboursement en espèces est exclu.

□ Intérêt pour le souscripteur :

- Caractère spéculatif, intérêt moindre que les OCA cependant.

□ **Étude de Cas : Émission des ORA par la Risma**

40

OCEANE

L'aspect convertible se traduit par la création d'actions nouvelles par augmentation de capital et l'aspect échangeable procède par la remise d'actions existantes.

Les OCEANE se sont développées en particulier dans le cadre des programmes de rachat d'actions.

□ Deux opportunités sont offertes :

- La société émet concomitamment des obligations et des actions nouvelles qui seront souscrites par un tiers échangeur (Investisseur financier - Sleeping partner). Ce dernier remettra les actions aux obligataires acceptant l'échange.

- La société émet des obligations échangeables contre des actions déjà existantes lors de l'émission. Elle peut aussi les échanger contre des actions d'une autre société dans laquelle elle détient une participation.

□ La différence avec les OCA c'est que l'OCEANE peut être convertie en actions existantes. Elle ne génère donc pas systématiquement d'augmentation de capital pour l'émetteur.

41

Les techniques d'encadrement des droits de vote

□ **Les actions à droit de vote double :**

Pour conférer le droit de vote double à une action, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire, elle doit respecter trois conditions : entièrement libérée, action nominative et inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

□ **L'identification et le contrôle des mouvements sur titres :**

- Connaître ses actionnaires : Actions nominatives.

- Contrôler les mouvements sur titres : Clauses d'agrément.

□ **Limitation par les statuts du nombre des voix aux assemblées :** sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions.

□ **Pactes d'actionnaires.**

□ **Autocontrôle :** Rachat de ses propres actions, autocontrôle indirecte et participations croisées.

42

Le portage

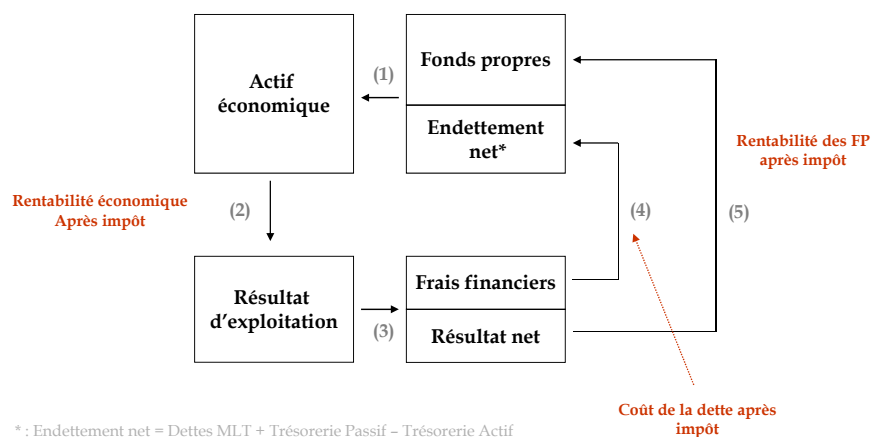
- Le portage peut constituer une technique de verrouillage temporaire du capital.
 - Il s'agit d'une convention en vertu de laquelle une personne désignée (le porteur) accepte sur la sollicitation d'une autre personne (le donneur d'ordre) de devenir actionnaire par acquisition ou souscription de titres. Après un délai déterminé, ces titres feront l'objet d'une transmission à une personne déterminée selon un prix prédéfini.
-

43

1.2- L'analyse financière

44

Principe de base



45

Qui fait quoi ?

Parmi ces cinq sociétés cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca : Lafarge, ONA, Addoha, Centrale Laitière, IB Maroc, et Auto Nejma, qui fait quoi ?

Année 2005 (en MDH)	A	B	C	D	E	F
Total Bilan	17 985	4 991	170	1 680	537	2 727
Immobilisations corporelles	18	2 729	2	775	96	7
Immobilisations financières	13 142	484	1	152	0	1
Stocks	0	228	18	229	271	1 411
Dettes de financement	3 390	1	0	2	0	0
Chiffres d'affaires	171	2 743	195	3 607	689	2 132
Marge brute	0	0	22	-6	154	10
Dotations aux amortissements	12	329	3	133	10	18
Résultat d'exploitation	2	1 094	8	430	104	627
Résultat net	3 372	721	3	312	72	611

46

Fonds de roulement (FDR)

Actifs immobilisé		Capitaux Permanents
Actif Circulant	FDR	Passif Circulant
Trésorerie Actif		Trésorerie Passif

- Le FDR doit en principe être positif
- Le FDR doit financer une part du cycle d'exploitation
- Le FDR est conditionnée par la politique d'investissement
- Causes de variation du FDR ?

47

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Actifs immobilisé		Capitaux Permanents
Actif Circulant	BFR	Passif Circulant
Trésorerie Actif		Trésorerie Passif

- Le BFR dépend du niveau d'activité, de la date d'arrêt du bilan, de la nature de l'activité, et des conditions d'exploitation, d'organisation et de gestion
- Le BFR doit être couvert en partie par des capitaux stables, le solde pouvant être financé par des crédits bancaires
- Effet de ciseau

48

Les ratios de structure

- Ils indiquent l'intensité capitalistique de l'activité et l'état de l'outil de production
- Ils indiquent dans quelle proportion l'entreprise utilise la dette pour se financer et nous renseigne sur son aptitude à respecter ses engagements
- Le suivi des ratios d'endettement est d'un grand intérêt pour les institutions financières et les créanciers de toutes sortes ainsi que pour les investisseurs

Ratio	Nom	Interprétation
Immobilisations totales / Actif Total	Part de l'actif immobilisé	Indique l'intensité capitalistique du métier
1 - (Imm. Corporelles nette / Imm. Corporelles brute)	Taux d'amortissement des imm. corporelles	Indique la vétusté de l'outil de production
Dettes Financières (LMI) / Total Passif	Taux d'endettement	Part des dettes dans les ressources totales
Ou		
Dettes Financières (LMI) / Capitaux Propres	Levier	Dépendance financière (<1)
Dettes Financières CT / Dettes Financières totales	Répartition de la dette	Part des dettes financières à court terme (instable)
Dettes Financières (LMI) / CAF	Capacité de remboursement	Capacité d'endettement (<3ans)

49

Les ratios de liquidité

- Ils évaluent la capacité qu'a une entreprise à faire face à ses engagements à court terme
- Ils mesurent la solvabilité de l'entreprise et permettent de juger de la qualité de la gestion du fonds de roulement
- Un fonds de roulement insuffisant et l'impossibilité de réaliser rapidement ses actifs à court terme sont souvent les causes de la faillite de l'entreprise
- Ils intéressent plus particulièrement les créanciers à court terme (les fournisseurs et institutions financières)
- Ces derniers calculent les ratios de liquidité afin de connaître le niveau de risque qu'ils encourent et d'évaluer la limite de crédit que l'on doit accorder à un futur client

Ratio	Nom	Interprétation
Créances Clients * 365 / CA TTC	Délai de paiement des clients	Les clients paient en moyenne à jours
Dettes Fourn. * 365 / Achats & Charg. Externes TTC	Délai de paiement aux fournisseurs	Les fournisseurs sont payés en moyenne à jours
Stocks * 365 / Achats HT	Délai de rotation des stocks	Les stocks sont consommés en moyenne en jours
CA / Actif	Rotation de l'actif	Pour 1 Dh d'actif, combien réalise-t-on de ventes dans l'année ?

50

Les ratios de rentabilité

- Les ratios de rentabilité mesurent la performance générale de l'entreprise et, par conséquent, les résultats des différentes décisions prises par les dirigeants
- Ces ratios intéressent particulièrement les investisseurs et les dirigeants

Ratio	Nom	Interprétation
Marge Commerciale / CA	Taux de marge commerciale	Stratégie commerciale de la société
EBE/ CA	Marge brute d'exploitation	Le niveau de productivité de la société
Résultat d'Exploitation / CA	Marge nette d'exploitation	Marge après tous les coûts de production
Résultat Net / CA	Marge nette	Pour 1 Dh de ventes, combien réalise-t-on de résultat net ?

Ratio	Nom	Interprétation
Résultat Net / Capitaux Propres	Return On Equity (ROE)	Doit être comparé avec le loyer de l'argent plus une prime de risque
Résultat d'Exploitation / Actif	Return On Asset (ROA)	Taux de rentabilité dégagé par les investissements
RE (1-IS)/(AI+BFR)	Return On Capital Employed (ROCE)	Taux de rentabilité dégagé par les investissements

51

« Effet de levier » de la dette

□ L'effet de levier est la différence entre la rentabilité des fonds propres et la rentabilité économique. Il explique comment il est possible de réaliser une rentabilité des fonds propres supérieure à la rentabilité des fonds investis. (Faire de l'argent avec l'argent des autres, en l'occurrence, celui des créanciers)

□ Condition : la rentabilité économique doit être supérieure au coût de l'endettement :

$$ROE = ROCE + (ROCE - i) * D/FP \quad (i : \text{le coût net de l'endettement})$$

52

Avantages et inconvénients de l'effet de levier

□ Avantages :

- Les intérêts sont déductibles d'impôts contrairement aux dividendes
- Ne confère pas de droit de vote, donc ne dilue pas le contrôle de l'entreprise
- Si le taux de rendement des actifs (sans dette) est supérieur au coût effectif de la dette, l'entreprise profite d'un effet de levier positif

□ Inconvénients :

- Augmente le risque financier (risque de faillite) puisque le remboursement (capital et intérêts) est exigé peu importe le niveau des activités (revenus). Le versement des dividendes sont quant à eux laissés à la discrétion des administrateurs
 - Des contraintes sont généralement imposées par les créanciers (distribution de dividendes, choix des projets d'investissements, maintien de certains ratios)
 - Effet de levier peut être négatif
-

53

Illustration

Deux entreprises (A) et (B) identiques sur tous les plans sauf sur le plan de la structure financière : l'entreprise (A) utilise le financement par la dette à long terme contrairement à l'entreprise (B) qui fait davantage appel au financement par les actionnaires :

Indicateurs financiers :

Entreprises	A	B
Fonds propres	10 000	15 000
Dettes LT (7%)	5 000	0
Passif circulant	20 000	20 000
Total Bilan	35 000	35 000
Résultat d'exploitation	13 000	13 000
Charges d'intérêts	-350	0
Résultat avant impôt	12 650	13 000
Impôt sur le résultat (35%)	-4 428	-4 550
Résultat net	8 223	8 450

54

Illustration

□ Ratios de rentabilité :

Ratios de rentabilité	A	B
Rentabilité économique (ROCE)	56,3%	56,3%
Retour sur Fonds Propres (ROE)	82,2%	56,3%

□ La société (A) utilise la dette pour se financer alors que (B) utilise uniquement ses fonds propres, ce qui lui permet d'atteindre un meilleur rendement pour les actionnaires car :

- Le coût effectif de la dette ($7\% * (1 - 35\%) = 4,55\%$) est nettement inférieur au ROCE (sans dette) de 56,3%.
 - Dans ce cas, la valeur de l'effet de levier financier s'élève à 25,9%, soit le ROE avec dette moins le ROE sans dette ($82,2\% - 56,3\%$).
-

55

Tableau de flux de trésorerie

□ Le tableau des flux montre tous les transferts d'argent dans une société sur une période donnée

□ Les flux sont divisés selon trois types d'opérations :

- opérations d'exploitation → flux d'exploitation
 - opérations d'investissement → flux d'investissement
 - opérations de financement → flux de financement
-

56

Interprétation

	2002	2003	2004	2005
+Résultat net	3 385	4 058	4 862	5 819
+Dotations aux amortissements	1 717	1 957	2 226	2 528
-Augmentation du BFR	195	223	257	296
Flux d'exploitation	4 907	5 792	6 831	8 051
-Dividendes payés	2 031	2 435	2 917	3 491
+Augmentation de capital				
+Augmentation des dettes MLT				
-Remboursement des dettes	1 000	1 000	1 000	1 000
Flux de financement	-3 031	-3 435	-3 917	-4 491
-Investissements en immobilisations	2 170	2 404	2 685	3 022
+Cessions d'immobilisations				
Flux d'investissement	-2 170	-2 404	-2 685	-3 022
Variation de Trésorerie	-294	-47	229	538
Trésorerie à la fin de l'exercice	-2 294	-2 341	-2 111	-1 574

57

Interprétation

- Le tableau des flux donne un modèle de développement de l'entreprise :
- Le résultat dégagé (résultat net) est corrigé des amortissements et provisions pour devenir un résultat monétaire
 - Le résultat monétaire finance d'abord la croissance du BFR
 - Le solde sert à financer les investissements
 - Il faut ensuite verser les dividendes aux actionnaires
 - Si la somme de ces opérations conduit à un cash-flow négatif (consommation des ressources), il faut recourir à un endettement supplémentaire (ou augmentation de capital) pour compenser se cash-flow négatif
 - Le but est d'aboutir à des disponibilités positives
- Le tableau de flux permet de réaliser une prévision sur le développement de la société, et d'anticiper une crise de trésorerie éventuelle (évolution du chiffre d'affaires Vs évolution du BFR)

58

La Valeur Actuelle Nette

La VAN est égale à la différence entre les flux nets de trésorerie actualisés sur la durée de vie de l'investissement et le montant du capital investi

$$VAN = -I_0 + CF_1 / (1+K) + \dots + CF_n / (1+K)^n + VT_n / (1+K)^n$$

Avec I_0 = Montant de l'investissement (supposé engagé en début de projet)

CF_t = Cash Flow d'exploitation de l'année t

K = Taux d'actualisation

n = Durée de vie économique du projet

- La VAN constitue un critère de rejet : rejeter tout projet dont la VAN est négative
 - La VAN constitue un critère de sélection : retenir le projet dont la VAN est la plus forte
-

59

Le Taux de Rendement Interne (TRI)

Le Taux de Rendement Interne est le taux d'actualisation pour lequel la VAN est nulle. Autrement dit, c'est le taux qui rend égaux le montant de l'investissement et les Cash Flows induits par ce même investissement

$$\sum_{t=1}^n CF_t / (1+TRI)^t = I_0$$

- Le TRI constitue un critère de rejet : rejeter tout projet dont le TRI est inférieur au taux d'actualisation-plancher requis par l'investisseur
 - Le TRI constitue un critère de sélection : retenir le projet dont le TRI est le plus élevé
-

60

Le Pay Back

Le Délai de Récupération des capitaux investis (Pay Back) correspond au délai au bout duquel les flux nets de trésorerie générés par l'investissement initial remboursent les flux nets de trésorerie

Le Pay Back constitue un critère de rejet : rejeter tout projet dont le Pay Back est supérieur à la norme fixée par l'investisseur

Le Pay Back constitue un critère de sélection : retenir le projet dont le Pay Back est le plus court

L'utilisation du Pay Back en tant de critère de sélection n'est valable que pour des projets à durée de vie identique

61

Modes de financement : Fonds propres et quasi-fonds propres

Financement par des fonds propres internes (Autofinancement)

Financement par des fonds propres externes :

- augmentation de capital (actionnaires historiques, capital risque, rachat de l'entreprise par ses salariés, introduction en bourse, obligations convertibles, etc.)

- primes et subventions, etc.

Quasi-fonds propres (prêts participatifs, titres subordonnés, avances en compte-courant d'associés, etc.)

62

Modes de financement : Les capitaux étrangers

Emprunts auprès d'établissements de crédits

Objet	Besoins	Crédits
Investissements	Immobilisations	Crédit à long terme
		Crédit à moyen terme
		Crédit-bail
Exploitation	Trésorerie	Facilité de caisse
		Découvert
		Escompte
		Avals et cautions
		Avances diverses (sur titre, etc.)
Commerce extérieur	Importations	Crédit de compagnie
		Avances sur marchandises
		Avances diverses
Commerce extérieur	Exportation	Cautions administratives
		Avances sur marchés nantis
		Escompte Caisse Marocaine de Marché
		Avals, et cautions de contre-garantie
Commerce extérieur	Importations	Avances sur documents import
		Crédits documentaires
		Cautions douanières
Commerce extérieur	Exportation	Préfinancements des exportations

63

Modes de financement : Les capitaux étrangers

Dette privée (obligations ordinaires, TCN, obligations convertibles, etc.)

Crédit-bail.

64

1.3- Le business plan

65

Le BP, instrument de réflexion et de communication

Le plan d'affaires est un outil de gestion précieux qui peut servir dans un large éventail de circonstances :

- Création d'une nouvelle entreprise ;
- Lancement d'un nouveau projet, produit ou pénétration d'un nouveau marché ;
- Conclusion d'une importante collaboration industrielle ou commerciale ;
- Recherche de nouveaux partenaires financiers ;
- Communication d'un message à l'intention des cadres intermédiaires, des administrateurs externes, etc.

Le business plan est :

- Un outil de management opérationnel établi par ou avec la Direction Générale ;
 - L'expression d'une stratégie de croissance et de sa cohérence ;
 - Un document validé par l'expert financier qui s'assure de sa cohérence.
-

66

Le BP, instrument de réflexion et de communication

Les objectifs d'un Business :

- Définir la meilleure stratégie pour l'entreprise
- Formuler des objectifs clairs et précis (4 C : Clair, Concis, Cohérent et Complet)
- Mesurer tous les risques potentiels
- Constituer un plan d'action et une référence ultérieure pour l'équipe dirigeante
- Réunir les moyens nécessaires pour réussir
- Étudier la rentabilité d'un projet
- Convaincre les actionnaires
- Obtenir des financements (banquier, capital risqué, etc.)

Le Business Plan doit autant faire rêver que rassurer

67

Structure du plan d'affaires

1. Synthèse du projet
 2. Société / Produits et Services
 3. Le Management
 4. Le Marché
 5. Le Plan Marketing
 6. La Production
 7. Recherche et développement
 8. Facteurs de risque
 9. Le plan financier
 10. L'opération proposée aux investisseurs
-

68

1.4- La due diligence

69

La due diligence

- La due diligence résulte de :
 - L'analyse de l'entreprise, fonction par fonction, qui mettra en évidence les forces et faiblesses de chacune d'entre elles ;
 - L'analyse de l'entreprise dans son environnement : faire ressortir les menaces et opportunités, positionnement de l'entreprise, etc.
 - Ces différents éléments seront susceptibles de majorer ou de minorer la valeur de l'entreprise par le biais de retraitements chiffrés.
 - Les différents diagnostics à mener :
 - Diagnostic commercial ;
 - Diagnostic industriel ;
 - Diagnostic des ressources humaines ;
 - Diagnostic juridique ;
 - Diagnostic comptable et financier.
 - La due diligence doit prévoir des décotes selon les risques identifiés.
-

70

Le diagnostic commercial

- Le marché (taux de croissance, concentré/atomisé, barrières à l'entrée, etc.) ;
 - Le type de clientèle (dépendance, pouvoir de négociation, qualité des clients, etc.) ;
 - La gamme de produits (courbe de vie, renouvellement des produits, etc.) ;
 - La position concurrentielle (part de marché, avantage compétitif, etc.) ;
 - L'environnement économique ;
 - La politique des prix ;
 - Le mode de distribution ;
 - La communication, etc.
-

71

Le diagnostic industriel

- Les moyens de production (vétusté, propriété ou location, etc.) ;
 - Le processus de fabrication (flux tirés ou tendus, etc.) ;
 - L'activité R&D ;
 - Le respect des normes techniques actuelles et à venir ;
 - Le respect de l'environnement, etc.
-

72

Le diagnostic des ressources humaines

- L'organigramme ;
 - La structure par activité ;
 - Les qualifications ;
 - L'encadrement ;
 - Le mode de management ;
 - Le mode de rémunération (benchmark avec le secteur) ;
 - Le climat social, représentation syndicale, etc. ;
 - Les dirigeants, etc.
-

73

Le diagnostic juridique

- Respect du droit des sociétés (statuts, PV des AGO et AGE, etc.) ;
 - Respect du droit fiscal ;
 - Respect du droit social ;
 - Pactes d'actionnaires ;
 - Continuité des contrats (prendre connaissance des contrats importants, risque professionnel couvert, cautions données ou reçues, contrats avec clauses particulières, etc.) ;
 - Environnement groupe (relation avec les filiales, etc.).
-

74

Le diagnostic comptable et financier

- ❑ Effectuer un examen critique des compte (permet de s'appuyer sur des comptes fiables et dignes de confiance) ;
 - ❑ Apprécier la situation financière (équilibres financiers, rentabilité, etc.) ;
 - ❑ Apprécier les hypothèses de base du Business Plan.
-

75

1.5- Les documents juridiques

76

Documents juridiques

- Lettre d'intention (Term Sheet).
 - Le contrat d'investissement.
 - Le pacte d'actionnaires.
 - Le contrat de garantie.
-

77

Lettre d'intention (Term Sheet)

La lettre d'intention, ou " term sheet " en anglais, est un outil essentiel de réflexion, de structuration et de négociation. Elle permet en effet d'exprimer simplement et précisément les " termes d'un accord " avant de se lancer dans la rédaction plus complexe de la documentation juridique, notamment du " pacte d'actionnaires ".

- Présentation de la société ;
 - Investissement proposé ;
 - Valorisation - Tour de table ;
 - Plan d'intéressement ;
 - Actions émises - nombre - prix - droits ;
 - Droits particuliers des investisseurs et priorités en cas de cession ;
 - Ajustement du prix ;
 - Déclarations et garanties ;
 - Organes sociaux - personnes clés.
-

78

Lettre d'intention (suite)

- Décisions stratégiques ;
 - Informations des investisseurs ;
 - Encadrement des cessions d'actions ;
 - Conditions préalables ;
 - Calendrier - Exclusivité ;
 - Frais - rédaction des actes ;
 - Confidentialité - information ;
 - Droit applicable et tribunal compétent.
-

79

Le contrat d'investissement

- Description des modalités de la prise de participation :
 - Acquisition de titres ;
 - Augmentation de capital ;
 - Engagements d'acquisition / de souscription du ou des investisseurs.
 - Description des opérations de pré-investissement ou connexes à l'investissement :
 - Restructuration préalable des entités juridiques du groupe dans lequel l'investissement est réalisé ;
 - Modifications statutaires ;
 - Émission d'outils relatifs/ dilutifs (BSA, ORA, etc.).
 - Les modalités de traitement ou de mise en place d'outils d'intéressement : traitement des porteurs de BSA ou de stock options.
 - De multiples annexes : business plan, pacte d'actionnaires, contrat de garantie d'actif et de passif, contrat d'émission de valeurs mobilières composées, etc.
-

80

Pacte d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires est un document extra-statutaire qui vise à organiser les relations entre l'actionnaire de référence (souvent le dirigeant ou sa famille) et l'investisseur financier.

Un pacte d'actionnaires bien négocié et bien rédigé permet souvent d'éviter des difficultés d'interprétation et d'anticiper la survenance de sujets éventuels de tension (la sortie de l'investisseur financier par exemple).

- Intérêt pour les minoritaires :
 - Liquidité de leur investissement ;
 - Contrôle des interventions du majoritaire dans la gestion ;
 - Représentation au Conseil d'administration ou dans tout autre organe de gestion ;
 - Préservation de sa minorité de blocage ;
 - Modification du Pacte uniquement à l'unanimité.
-

81

Pacte d'actionnaires (suite)

- Intérêt pour les majoritaires :
 - Préserver et renforcer le contrôle ;
 - Contrôler les cessions ;
 - Contraindre le minoritaire à sortir dans certaines conditions (sortie forcée « drag along », par exemple).

 - Contenu du pacte d'actionnaires :
 - Clauses relatives au pouvoir ;
 - Clauses relatives au capital ;
 - Clauses financières ;
 - Clauses de divorce.
-

82

Pacte d'actionnaires - Clauses relatives au pouvoir

- Les clauses d'information renforcée (budgets, études de marché, clause d'audit, etc.).
 - Les clauses de participation à l'exercice du pouvoir :
 - Les clauses d'accès aux organes de direction ;
 - Les clauses de participation à la décision :
 - Les clauses d'autorisation préalable ;
 - Les clauses de veto ;
 - Les clauses limitant les droits de vote.
-

83

Pacte d'actionnaires - Clauses relatives au capital

- Maintien des équilibres établis :
 - Clauses anti-dilution
 - Clauses d'inaliénabilité (lock-up)
 - Contrôle des mouvements :
 - Clause de préemption
 - Clause d'ownership ou de changement de contrôle
 - Clause de Liquidité :
 - Option de vente / Option d'achat ;
 - Clause d'introduction en bourse ;
 - Droit de sortie conjointe (Tag along right) ;
 - Obligation de sortie conjointe (Drag along right).
-

84

Pacte d'actionnaires - Clauses financières

Objet des clauses financières :

Régir la distribution et la répartition des bénéfices de la société et/ou le partage des actifs.

But des clauses financières :

- Assurer aux investisseurs un rendement minimum de leur participation ;
- Pour des minoritaires, ne pas être floués par une politique de distribution restrictive de dividendes.

Clauses de répartition des dividendes :

- Clauses de distribution de dividendes.
- Clause de garantie de dividendes.
- Dividendes prioritaires.

Clauses relatives au partage des actifs, répartition préférentielle du boni de liquidation.

85

Pacte d'actionnaires - Clauses de divorce

Clause de non concurrence.

Clauses d'exclusion :

Il s'agit de toutes les clauses permettant de sortir du pacte en raison d'une difficulté ou d'un désaccord grave.

Ces clauses nécessitent une attention particulière, car elles permettent en principe une sortie du pacte et de la société alors qu'une telle sortie est autrement très difficile à mettre en oeuvre.

86

Le contrat de garantie

- Intérêt du contrat de garantie :
 - Identification des risques liés à la cession pour l'investisseur ;
 - Insuffisance des mécanismes de protection légaux : palliatif contractuel.
 - Typologie des garanties de passif :
 - La garantie de compte ;
 - La garantie de passif stricto-sensu ;
 - La garantie d'actif net ;
 - La garantie d'actif et de passif avec ou sans compensation entre des postes d'actif et/ou de passif déterminés.
 - Exemples des déclarations de la garantie de passif :
 - Déclarations relatives à la situation juridique de la société et à ses activités ;
 - Déclarations relatives aux filiales ;
 - Déclarations relatives aux comptes de la société ;
 - Déclarations relatives à la gestion durant la période intermédiaire.
-

87

Le contrat de garantie (suite)

- Les limites de la garantie de passif :
 - Le rôle de l'audit/ des annexes : les informations figurant en annexe exonèrent le garant de toute responsabilité ;
 - Limite temporelle : limite relative à la durée de la garantie ;
 - Limites relatives au montant de l'obligation de règlement :
 - La limitation par les seuils (seuils de déclenchement unitaire/global, franchise) ;
 - Limitation par le plafond.
 - Limite liée à la transmissibilité de la garantie.
-

88

1.6- La fiscalité des valeurs mobilières au Maroc

89

Régime fiscal des actions

	Dividendes	Plus values
Personnes résidentes		
Personnes soumises à l'IR	Retenue à la source au taux de 10%.	IR au taux de 15% (Exonération si montant de la cession est inférieur à 24.000 Dh).
Personnes soumises à l'IS	Exonération.	Impôt sur les Sociétés
Personnes non résidentes		
Personnes physiques	Retenue à la source au taux de 10%.	Sont imposables sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition.
Personnes morales	Retenue à la source au taux de 10%.	Sont imposables sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition. Si cotées à la BVC exonération.

90

Régime fiscal des obligations

	Revenus	Plus values
Personnes résidentes		
Personnes soumises à l'IR	* 30%, pour les bénéficiaires personnes physiques qui ne sont pas soumises à l'IR selon le régime du bénéfice net réel (BNR) ou le régime du bénéfice net simplifié (BNS). * 20%, imputable sur la cotisation de l'IR avec droit de restitution pour les bénéficiaires personnes morales et personnes physiques soumises à l'IR selon le régime du BNR ou du BNS.	IR au taux de 20% (Exonération si montant de la cession est inférieur à 24.000 Dh).
Personnes soumises à l'IS	Retenue à la source au taux de 20%	IS
Personnes non résidentes		
Personnes physiques	Retenue à la source au taux de 10%.	Sont imposables sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition.
Personnes morales	Retenue à la source au taux de 10%.	Sont imposables sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition. Si cotées à la BVC exonération.

91

Module Ingénierie Financière

2- Les opérations de développement sans modification du contrôle

92

Plan du Module

- L'introduction en Bourse
 - Le capital investissement
 - Ouverture du capital aux salariés (stock options, plan d'épargne, etc.)
-

93

2.1- Introduction en bourse (IPO)

94

Avantages d'une IPO

- Financer la croissance en ayant un meilleur accès aux capitaux (fonds propres et dette)
 - Améliorer les conditions de financement de la société
 - Mieux valoriser la participation pour les actionnaires
 - Assurer la liquidité des titres
 - Gagner en crédibilité et bénéficier d'un rayonnement plus large
 - Institutionnaliser la société et reconsidérer le « corporate governance »
 - Intéresser le personnel
 - Bénéficier des incitations fiscales jusqu'au 31 décembre 2012
 - Une réduction de 50% de l'IS pour les sociétés qui procèdent à une augmentation de capital, tout en cédant un minimum de 20% au profit du public
 - Une réduction de 25% de l'IS pour celles qui introduisent leurs titres à la bourse par cession d'actions anciennes
-

95

Les défis à relever lors d'une IPO

- Obligation de publier des informations annuelles et semestriellement
 - Dilution des actionnaires historiques en cas d'IPO par augmentation de capital
 - Séparation entre l'actionnariat et le management
 - Sanction du marché en cas de non respect du business plan
-

96

Conditions d'éligibilité

Critères	Marché Principal	Marché Développement	Marché Croissance
Profil	- Grandes entreprises tous secteurs confondus. - Concessionnaires et gérants de services publics.	Entreprises mûres de taille moyenne tous secteurs confondus.	- Entreprises jeunes à fort potentiel de croissance. - Besoin de financer un projet de développement.
Capital social	Entièrement libéré	Entièrement libéré	Entièrement libéré
Montant minimum à émettre	75 millions de dirhams	25 millions de dirhams	10 millions de dirhams
Nombre de titres	250 000	100 000	30 000
Fonds propres supérieurs à	50 millions de dirhams	-	-
Exercices certifiés	3	2	1
Chiffre d'affaires	-	50 millions de dirhams	-
Contrat d'animation	-	Une année	Trois années

97

Modalités pratiques pour une introduction en Bourse

- Choix d'une banque d'affaires conseil ayant une bonne expertise technique, une grande capacité de placement, une forte capacité à convaincre les investisseurs et à assurer une liquidité maximale du titre en bourse.
- Modalité d'introduction en bourse : par cession d'actions existantes ou augmentation de capital.
- Autorisations à obtenir :
 - Visa de la note d'information par le CDVM
 - Autorisation de la BVC pour une inscription à la cote
 - Admission aux opérations de Maroclear
- Documents à fournir pour la constitution du dossier CDVM (liste non exhaustive) :
 - Documents juridiques : Statuts, PV de l'AG ayant décidé l'introduction en bourse, attestations originales des responsables de la note d'information, etc.
 - Documents financiers : Rapports des commissaires aux comptes, dernières liasses fiscales complètes, prévisions pour les trois prochaines années, rapport d'évaluation de l'émetteur effectué par la Banque Conseil, etc.

98

Modalités pratiques pour une introduction en Bourse

□ Informations à fournir pendant la vie du titre :

- Annuellement, et ce, dans les 20 jours suivant la tenue de l'AGO, publication dans un journal d'annonces légales des principaux états de synthèse, du résumé du rapport des commissaires aux comptes, de l'ETIC, etc.

- Au plus tard dans les 3 mois qui suivent la fin du semestre, publication dans un journal d'annonces légales d'une indication du montant du CA, d'une situation provisoire du bilan arrêté au terme du semestre écoulé, etc.

- Publication dans un journal d'annonces légales de tout fait intervenant dans la situation commerciale, technique ou financière de la Société, et pouvant avoir une influence significative sur son cours en bourse.

99

Étapes d'une IPO

□ Due diligence et évaluation

□ Rédaction de la note d'information

□ Coordination et sélection d'intervenants extérieurs (juriste, CAC, communication, etc.)

□ Structuration de l'offre (Cession/augmentation de capital, Offre à prix Ferme/Ouvert, etc.)

□ Constitution du syndicat de placement

□ Présentation du dossier au CDVM et coordination, etc.

□ Road show auprès des investisseurs et présentation aux analystes et à la presse

□ Placement et allocation des titres

□ Règlement/Livraison des titres, etc.

□ Gestion des relations avec les investisseurs (post-placement)

□ Animation du titre, etc.

100

Frais liés à une IPO

- ❑ Honoraires du conseil et de placement
- ❑ Commissions de la BVC
- ❑ Commission de centralisation BVC
- ❑ Frais légaux CDVM
- ❑ Autres frais liés à l'opération :
 - Frais d'impression de la note d'information, des dépliants, des affiches, etc.
 - Campagne de communication : spot radio et/ou TV, presse, réceptions, etc.

101

Étude de cas : Introduction en bourse de HPS

hps

HIGHTECH PAYMENT SYSTEMS S.A.

Note d'Information
Introduction en bourse par cession
de 30% du capital de HPS

Offre à Prix Ouvert

Nombre d'Actions : 195 000
Emplacement de Prix de Vente de l'Action : entre 144 000 000 et 144 000 000 CHF
Montant Global de l'opération : entre 144 000 000 CHF et 144 750 000 CHF
Période de Souscription : du 14 au 21 décembre 2006 inclus

Conseiller et Coordinateur Global : **UPLINE**
Chef de file du Syndicat de Placement : **UPLINE**
Membres du syndicat de placement : **CDG**, **SABABOURSE**, **RIMCI**

Co-conseiller : **CDG** Co-chef de file : **SABABOURSE**

Notre Comité Directeur a été constitué par l'Assemblée Générale Extraordinaire de la société de HPS le 19 novembre 2006, pour se conformer aux dispositions de la circulaire de l'OFSP n° 07/04 du 19 novembre 2004, pour se conformer aux articles 16 de l'Ordonnance fédérale n° 182/2002 du 21 septembre 2002 relative au Conseil d'Administration des Valeurs Mobilières (CAVM) et aux informations exigées des personnes citées ci-dessus ainsi qu'elles le requièrent et, en conséquence, l'ensemble de la présente note d'information est en accord avec la législation en vigueur.

102

2.2- Le capital investissement

103

Définitions

□ « *Le Capital Investissement désigne tout capital investi par un intermédiaire financier professionnel dans des sociétés ou des projets spécifiques de fort potentiel* » European Venture Capital Association (EVCA).

□ Il concerne toute activité de prises de participation temporaires dans des entreprises non cotées afin de dégager ultérieurement des plus-values lors des reventes de ces participations.

□ Plusieurs grandes firmes à travers le monde ont fait appel au capital investissement : Microsoft, Apple, Intel, Genetech, etc.

□ Business Angels : Personnes physiques accompagnant le fondateur en investissant leur argent personnel et en apportant leurs avis et conseils ; le plus souvent étant eux-mêmes d'anciens dirigeants fondateurs ayant fait fortune.

104

Avantages du Capital Investissement

- Ce sont des capitaux accordés sans garanties (cautions, hypothèques, etc.), seule est prise en compte la qualité des hommes et des projets ;

 - C'est un investissement temporaire, de 3 à 8 ans, à terme la vente des actions à des tiers permet aux opérateurs de récupérer leur mise en réalisant une plus-value de cession. Le remboursement des fonds ne pèse donc pas sur la trésorerie de la firme financée ;

 - Le capital investissement est aussi une offre de « service à valeur ajoutée » faite aux sociétés investies (smart capital). Par sa mission de conseil, son implication dans la gestion de l'affaire le financier-actionnaire devient un partenaire actif des dirigeants ;

 - C'est un vecteur de développement essentiel dans le paysage économique ;

 - Il est reconnu pour ses effets moteurs sur la croissance des entreprises, la création d'emplois et la promotion de générations nouvelles de chefs d'entreprises.
-

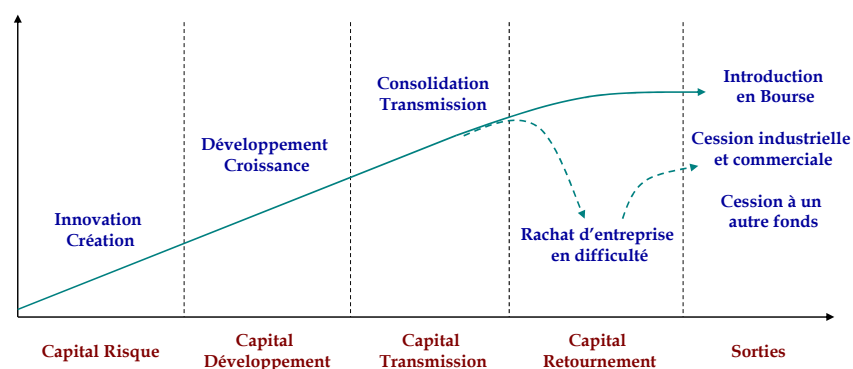
105

Capital investissement Vs Crédits bancaires

	Capital Investissement	Crédit Bancaire
Objectif	Maximiser le retour sur investissement	Intérêt
Durée	3 - 8 ans	Court/Moyen/long termes
Instruments	Actions, Obligations convertibles, ABSA, etc.	Découvert, CMT, leasing, etc.
Prix	P/E, DCF, etc.	Spread
Garantie	Rare	Oui
Participation au capital	Oui	Non
Contrôle	Minorité/ majorité, conseil d'administration, etc.	
Impact sur la structure financière	Réduit l'endettement (gearing)	Augmente l'endettement
Mécanisme de sortie	IPO, Cession industrielle, etc.	Remboursement de la dette

106

Capital investissement et cycle de vie de l'entreprise



107

Différents stades du Capital Investissement

À chaque stade d'intervention correspond un métier du capital investissement. On distingue principalement :

- **Le capital amorce (seed capital)** : intervention avant le réel démarrage de l'activité d'une nouvelle entreprise (au stade de la mise au point d'un nouveau produit : prototype, pré-série, etc.) ;
- **Le capital création (start up)** : correspond à l'étape de la naissance qui va de la mise en œuvre de la production à la vente sur le marché ;
- **Le capital développement (expansion financing)** : la demande de capital développement émane de firmes nouvelles qui approchent leur seuil de rentabilité mais ne peuvent autofinancer leur croissance ;
- **Le capital déploiement (mezzanine)** : il intervient au stade où l'entreprise dégage une bonne rentabilité mais est confrontée à d'importants besoins financiers. Il s'agit de conquérir les marchés étrangers ou de réaliser des investissements de capacité stratégiques ;
- **Le capital transmission (MBO, MBI, OBO)** : intervention au moment d'une cession d'entreprise pour le compte de managers extérieurs (Management Buy-In), des cadres de la firme (Management Buy-Out) ou du dirigeant propriétaire (Owner Buy Out).

108

Les acteurs du Capital Investissement

Quatre intervenants sont mis en relation dans chaque opération de Capital Investissement :

- **Les apporteurs de capitaux** : investisseurs qui détiennent des ressources à long terme, gèrent des actifs et doivent les faire fructifier. Ils attendent des TRI (Taux de Rendement Interne) importants. Ce sont les institutionnels, compagnies d'assurance, caisses de retraites, banques et grands groupes industriels, etc. ;
 - **Les capital investisseurs** : investissent les capitaux confiés par les apporteurs, ce sont les sociétés de gestion. Leur rôle est indispensable car les investisseurs n'ont ni les moyens ni les compétences pour exercer ce métier. Ces intermédiaires prospectent donc les sociétés cibles et étudient leurs projets ;
 - **Les entrepreneurs** : créateurs ou développeurs d'entreprises qui cherchent des fonds propres ;
 - **Les acheteurs** : ce sont les industriels qui rachèteront les actions ou les marchés financiers qui joueront leur rôle de financement et surtout de liquidité.
-

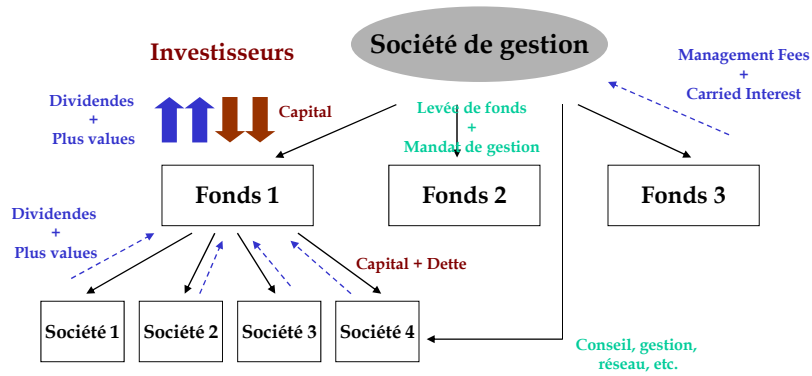
109

Caractéristiques des fonds (Règlement du fonds)

- Forme juridique du fonds (SA, société en commandite, etc.) ;
 - Taille ;
 - Durée de vie (généralement d'environ 10 ans, les 1^{ères} cinq années pour investir les dernières pour céder les participations) ;
 - Secteurs d'intervention (exemple : secteur à fort potentiel de développement hors négoce, immobilier et tout autre secteur à caractère spéculatif) ;
 - La société de gestion (management fees, carried interest, etc.) ;
 - Caractéristiques des cibles (stade de développement, management, etc.) ;
 - Intervention du fonds (exemple : maximum 10% du capital du fonds) ;
 - Instruments d'intervention (fonds propres, obligations convertibles, etc.) ;
 - Modes de suivi (hands on/hands off) ;
 - Sortie (IPO, cession industrielle, etc.) ;
 - Rentabilité des investisseurs du fonds (Taux de Rendement Interne).
-

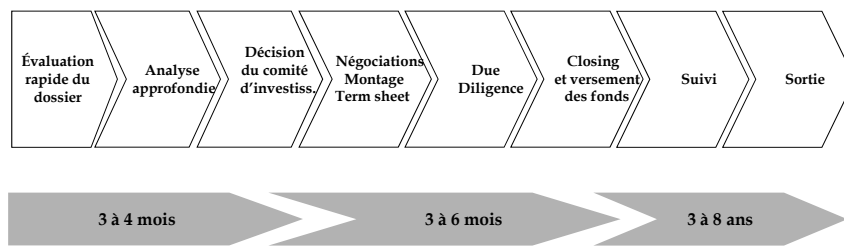
110

Flux financiers et de services



111

Processus d'investissement



112

2.3- Ouverture du capital aux salariés

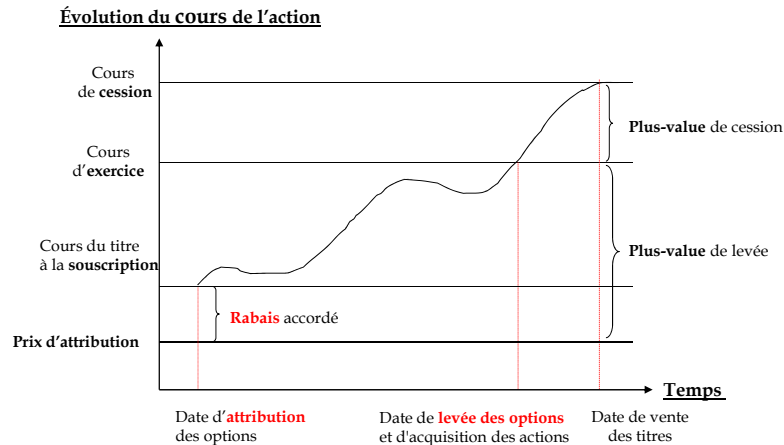
113

Stock options

- Attribution (gratuite ou payante) d'options, permettant l'achat d'actions de la société à un prix convenu d'avance, soit à une date fixe, soit à partir d'une certaine date.
 - Un plan de stocks options peut tout aussi bien concerner une entreprise non cotée, qu'une entreprise cotée.
 - C'est un moyen de motivation consistant à attribuer aux dirigeants une rémunération différée.
-

114

Stock options



115

Plan d'Épargne Entreprise - Modèle français

- Pour faire bénéficier les salariés des fruits de leur croissance, les entreprises lancent des plans d'épargne entreprise (PEE)
- L'offre concerne des actions de la société ou des parts d'un fonds commun de placement d'entreprise investi dans des actions de la société.
- Limitation de la souscription à un pourcentage du salaire brut annuel (25%).
- Généralement, les salariés bénéficient d'une décote et d'un abondement (offre gratuite d'actions).
- En contrepartie, ils s'engagent à garder les actions pendant une durée de 5 ans, sauf pour des cas de déblocage anticipé.
- Au Maroc, les salariés des sociétés étrangères peuvent participer à ce type d'opérations. La société doit obtenir une autorisation du CDVM et de l'Office des changes.
- Exemple : Vinci, Alstom, Crédit Agricole SA, BNP Paribas, etc.

116

Participation des salariés dans les sociétés marocaines

□ Technique utilisée , initialement, lors des privatisations et introduction en bourse :

- Décote de 15% ;
- Limitation des souscriptions ;
- Période de blocage.

□ Technique généralisée lors des introductions en bourse : une tranche est réservée aux salariés.

□ Technique utilisé pour motiver les salariés.

117

Module Ingénierie Financière

3- Les opérations de développement avec modification du contrôle

118

Plan du Module

- Les offres publiques
 - Les fusions & acquisitions
 - Les privatisations
-

119

3.1- Les offres publiques

120

Les offres publiques

□ Offre Publique d'Achat (OPA) ou d'Échange (OPE) est l'opération par laquelle une personne morale ou physique fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'elle est disposée à acquérir tous leurs titres à un prix ou une parité déterminés.

□ Objectifs d'une OPA :

- Croissance externe
- Renforcement du contrôle (filiale)
- Retrait du marché

□ Le prix offert lors d'une OPA intègre le plus souvent une prime par rapport au cours boursier.

□ L'OPA est généralement précédée par une cession de bloc majoritaire ou un ramassage en bourse.

□ Une OPA peut être amicale ou hostile, spontanée ou obligatoire.

121

Les offres publiques au Maroc

□ Au Maroc, la loi impose à tout acquéreur qui franchit seul ou de concert le seuil de 40% en droit de vote d'une société, l'obligation de présenter une offre publique sur le reste du capital.

□ Le dépôt d'une Offre Publique de Retrait (OPR) est obligatoire lorsque l'acquéreur vient détenir, seules ou de concert, directement ou indirectement, plus de 90% des droits de vote de la société cible.

□ Exemples d'OPA au Maroc :

- OPA de Sophia Invest Holding sur IB Maroc.
 - OPA de Nouvelles Sidérurgie Industrielles (NSI) sur Sonasid.
 - OPA/OPE de BCM sur Wafabank, etc.
-

122

Exemple : OPA de Sophia Invest Holding sur IB Maroc

**NOTE D'INFORMATION
OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT**

Visant les actions de la société IB Maroc Com



initier et présenter par la société Sophia Invest Holding

Offre Publique d'achat portant sur les actions IB Maroc Com

Nombre d'actions visées : 192.212 actions
Prix par action : 200 Dirhams
Période de l'offre : du 30 octobre au 03 novembre 2006 inclus

Organisme Conseil Organisme responsable de l'intermédiation

Visa du Conseil D'investissement des Valeurs Mobilières
Conformément aux dispositions de l'article 24 de loi n° 17-93 du 21 septembre 1993 relatif au Conseil D'investissement des Valeurs Mobilières et ses successeurs, ce visa n'a pas de caractère obligatoire. Les personnes mentionnées ci-dessus ne sont pas responsables de l'offre. Le présent avis n'a d'effet que s'il est publié avec le prospectus. L'impact de la présente note d'information est évalué par le CSDVM le 17 octobre 2006 sous le référence VJ 124/02/1006

Résultat de l'OPA				
Titres visés par l'offre		Titres présentés		Nombre de souscripteurs
En nombre	% capital	En nombre	En % du capital	
192.212	46,04	11.604	2,78	4

123

Les stratégies et techniques anti-offres publiques

□ Les stratégies préventives :

- Création d'un holding de contrôle non coté.
- Forme mutualiste (Assurances et banques) : le client est sociétaire.
- Techniques de verrouillage du capital : droit de vote double, etc.
- « Golden share » cette action permet à son propriétaire de s'opposer à toute prise de participation supérieure à un pourcentage donné.

□ Les stratégies de riposte :

- Pactes d'actionnaires : préemption, accords de non agression (standstill agreements).
- Émission d'ABSA et d'OBSA.

□ Les protections de dernières extrémités :

- « Le chevalier blanc » : la société peut décider d'accepter l'aide d'une société amie.
- « La défense Pacman » : lancer une OPA réciproque sur le capital de son agresseur.

124

Les stratégies et techniques anti-offres publiques

□ Les protections désespérées :

- « La vente de bijoux de famille » : vente d'actifs stratégiques et distribution de superdividende.
- « Leveraged recapitalisation » : consiste à déformer la structure financière de l'entreprise (rachat d'actions pour réduire les FP, distribution de superdividende et endettement).
- « Golden parachutes » : consistent à payer des indemnités importantes aux cadres clés de la société en cas de licenciement.
- « Les pilules empoisonnées » : clause obligeant l'acquéreur à rembourser la totalité des dettes de la société dans un délai très bref (souvent 3 mois).

□ Étude de cas : Analyse d'une défense anti-OPA Elf/TotalFina et Arcelor/Mittal.

125

3.2- Les fusions & acquisitions

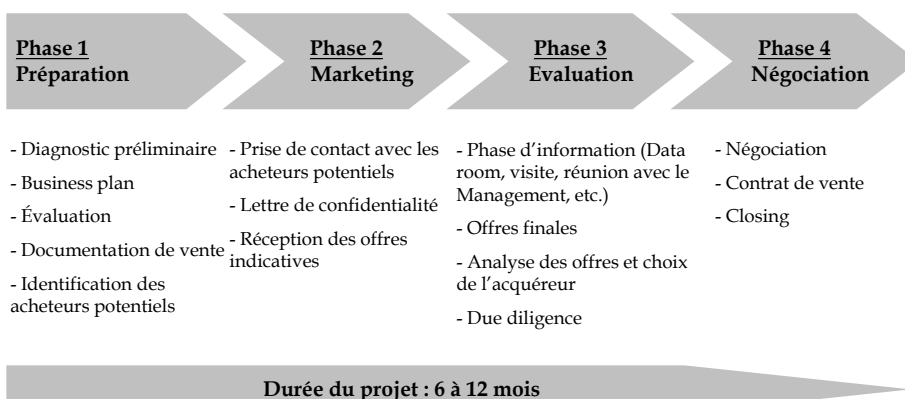
126

Les principaux déterminants des acquisitions

- **Une plus grande efficacité** : gain de synergie (1+1=3), économies d'échelle, sous-évaluation de la valeur marché de la cible, réduction du coût du capital, etc.
 - **Diversification**
 - **Les fusions constituent une alternative moins risquée à la création d'un business**
 - **Théorie des signaux** : à l'annonce d'une prise possible de contrôle d'une société, le cours s'envole (existence d'actifs de grande valeur sous-évalués par le marché, anticipations favorables de cash flow, etc.).
 - **L'hypothèse d'orgueil** : certains dirigeants cherchent à étendre leur pouvoir.
 - **Considérations fiscales** : déficit reportable, LBO, etc.
-

127

Processus type d'une opération : cas d'une acquisition d'entreprise



128

Phase 1 : Préparation

- Diagnostic préliminaire (diagnostic stratégique, commercial, industriel, ressources humaines, juridique, comptable et financier, etc.).
 - Établissement du business plan (projections financières sur 5 ans : CPC, Plan de financement et Bilan prévisionnels).
 - Évaluation de la société (Évaluation patrimoniale, par les comparables et par actualisation des flux futurs).
 - Documentation de vente (teasing, mémorandum d'information, etc.).
 - Identification des acheteurs potentiels (investisseurs stratégiques, financiers, MBO, etc.).
-

129

Phase 2 : Marketing

- Prise de contact avec les acheteurs potentiels (établir des premiers contacts directs, personnels et à un niveau adapté).
 - Lettre de confidentialité.
 - Réception des offres indicatives (non-contraignantes) : demander une offre indicative pour s'assurer de l'intérêt de l'acquéreur potentiel et avant de donner un accès plus complet aux informations relatives à la société.
-

130

Phase 3 : Évaluation

- Phase d'information (Data room, visite de site, réunion avec le Management, etc.).
 - Offres finales : type de paiement (cash, titres, emprunts), clause de earn-out, crédit vendeur, etc.
 - Analyse des offres et choix de l'acquéreur.
 - Due diligence : toute mauvaise surprise à ce stade provoque habituellement une réduction du prix.
-

131

Phase 4 : Négociation

- Négociation juridique (contrat de vente, pacte d'actionnaires, garantie du passif, etc.).
 - Contrat de vente (prix de la transaction, etc.).
 - Finalisation et closing.
-

132

Quelques conseils en cas d'acquisition

- Disposer d'un objectif stratégique clair.
 - Disposer d'un plan d'action détaillé et maintenir un contrôle strict sur le processus de vente.
 - Prix : identifier les synergies/risques afin d'accroître la valeur de la transaction.
 - Se faire accompagner par un conseiller. Apport d'un conseiller externe en Corporate Finance :
 - L'expérience est très importante.
 - Prise en charge d'un rôle d'intermédiaire.
 - Permet à l'entrepreneur de rester concentré sur son business.
 - Accès au réseau des investisseurs.
 - Ne pas sous-estimer les négociations juridiques (contrat de vente, pacte d'actionnaires, garantie du passif, etc.).
 - Une bonne acquisition : un prix le moins élevé possible mais avec des garanties de passif les plus contraignantes possibles.
-

133

Les fusions

- Les fusions regroupent plusieurs techniques de restructuration :
 - Fusion classique : réunion au sein d'une nouvelle société (fusion réunion) ou absorption d'une société par une autre (fusion absorption).
 - Apport partiel d'actif.
 - Fusion scission : apport d'actifs d'une société à plusieurs sociétés existantes ou créées à cet effet.
 - Plusieurs types de fusions :
 - Fusion horizontale : même secteur d'activité.
 - Fusion verticale : Concentration d'un client et de son fournisseur pour se rapprocher de la source de matière première ou du client final.
-

134

Les modalités de la fusion

- Prix de la société absorbée et de l'absorbante.
 - Parité d'échange / La soule.
 - L'augmentation de capital de la société absorbante.
-

135

Étude de cas

La société B absorbe la société A

Société A				Société B			
Actif Immobilisé	600 000	Capital (4.000*100)	400 000	Actif Immobilisé	700 000	Capital (10.000*100)	1 000 000
Actif circulant	300 000	Réserves	400 000	Actif circulant	150 000	Réserves	200 000
Trésorerie	500 000	Dettes	600 000	Trésorerie	600 000	Dettes	250 000
1 400 000		1 400 000		1 450 000		1 450 000	

	Valeur	Valeur / Action
Société A	800 000	200
Société B	1 200 000	120

Parité d'échange	3 A = 5 B
------------------	-----------

Augmentation de capital de B	6 666 titres
------------------------------	--------------

Société B			
Actif Immobilisé	1 300 000	Capital (16.666*100)	1 666 660
Actif circulant	450 000	Prime de fusion	133 400
Trésorerie	1 100 000	Réserves	200 000
2 850 000		Dettes	850 000
2 850 000		2 850 060	

136

3.3- Les privatisations

137

Définition

La privatisation englobe une variété de formules différentes selon le degré de responsabilité, le niveau de délégation de l'Etat et le caractère plus ou moins irréversible de l'opération.

□ 1^{er} niveau : la privatisation désigne le transfert à titre définitif d'entreprises publiques au secteur privé.

□ 2^{ème} niveau : plus largement, toute opération qui organise le transfert temporaire au secteur privé d'activités dont l'exercice avait été jusqu'ici assuré par un organisme public.

Ce qui distingue les deux niveaux c'est le degré de participation de l'opérateur privé : importance de son engagement financier et de la durée de son engagement

138

Niveau de privatisation

□ 1^{er} niveau - Ce transfert prend la forme d'une cession de contrôle :

- Une cession de droits de propriété du secteur public au secteur privé.
- Augmentation du capital auquel l'Etat renonce à souscrire en faveur des parties privées.

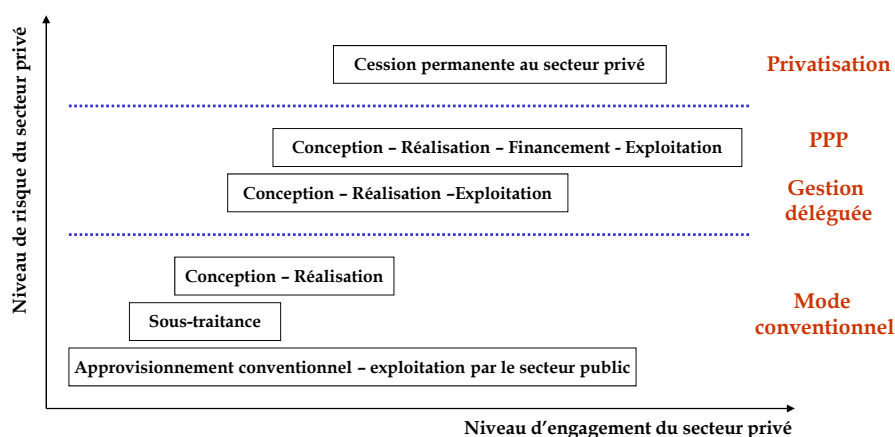
□ 2^{ème} niveau - Il prend les formes suivantes :

- La sous-traitance à une société privée d'un service précédemment fourni par une entité publique.
- Les concessions de services et de travaux publics.
- Les contrats BOT (Built, Operate and Transfer) et BOO (Built, Own and Operate) par lesquels une concession est accordée à une entreprise privée pour construire une infrastructure et fournir les services qui y sont liés.

Dans ce séminaire, nous retiendrons la définition stricte de la privatisation, entendue comme le transfert à titre définitif d'entreprises publiques au secteur privé.

139

Modes de réalisation de projets publics



140

Définition des objectifs

Objectif global : La recherche d'un surcroît d'efficacité à l'échelle de l'ensemble de l'économie est la motivation essentielle d'un programme de privatisation.

Cette motivation se décline en plusieurs objectifs :

- Maximisation de l'efficacité économique.
 - Motivations budgétaires et macro-financières.
 - Objectifs politique.
 - Objectifs de redistribution de la valeur ajoutée.
 - Accroître l'efficacité de l'entreprise.
-

141

Restructurations préalables de l'entreprise à privatiser

- Restructurer la société :** mise à niveau industrielle, financière, juridique et fiscale.
 - Organiser le nouveau statut du personnel :** Traitement des sureffectifs, adaptation des régimes de retraites, etc.
 - Revoir le cadre réglementaire du secteur** (en cas de monopole).
 - Libérer la société des obligations contractuelles de l'ancienne entreprise publique.**
 - Abolir les droits et obligations exceptionnels liés au statut d'entreprise publique.**
-

142

Législation des privatisations au Maroc

- Le Discours Royal du 8 avril 1988 a défini les objectifs économiques et sociaux de la privatisation.
 - Adoptée par le Parlement en 1989, la loi n° 39-89 et ses décrets autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé a fixé les organes intervenant dans la privatisation ainsi que les procédures et modalités juridiques et financières des transferts.
 - La loi du 11 décembre prévoyait le transfert au secteur privé de 112 entités (75 sociétés et 37 hôtels) au terme de l'année 1995.
 - Le programme de privatisation n'étant pas achevé à cette date, un amendement a prorogé la date butoir du programme au 31 décembre 1998 et ajouté à la liste deux entreprises supplémentaires (SAMIR et SCP).
 - Le Maroc n'a démarré effectivement son programme de privatisation qu'en 1993.
 - Le 8 avril 1999, un nouveau texte de loi a été adopté qui réactualise la liste et qui ne fixe pas de date butoir pour la réalisation des opérations, etc.
-

143

Objectifs de privatisation au Maroc

Le programme de privatisation s'est fixé des objectifs à caractère, économique et social tendant à :

- Optimiser la modernisation de l'économie marocaine et promouvoir l'économie nationale.
 - Alléger les charges du budget de l'Etat en matière de soutien aux entreprises publiques.
 - Permettre une plus grande ouverture sur l'économie mondiale et participer plus largement et efficacement aux échanges internationaux.
 - Générer et favoriser la création de nouveaux emplois.
 - Limiter, restreindre et gérer la concentration capitaliste.
 - Contribuer à faire émerger de nouvelles ressources humaines en donnant leur chance à de nouveaux chefs d'entreprises.
-

144

Les organes de la privatisation

□ **Ministère des Finances et de la Privatisation**

- Établit le programme des transferts et fixe le calendrier de leur réalisation.
- Fait réaliser les opérations d'évaluation, d'étude, de conseil, d'audit, de communication et de placement par des experts et des prestataires externes.

Par souci de transparence et pour accompagner le Ministre chargé de la mise en oeuvre des transferts, la loi prévoit deux organes indépendants qui interviennent dans le processus de transfert :

□ **La Commission des Transferts**

- Composée de cinq membres nommés par Dahir et choisis en raison de leur compétence en matière économique, financière et sociale, elle assiste le Ministre dans la mise en oeuvre des transferts. Cette commission est habilitée à fixer le schéma de transfert.

□ **L'Organisme d'évaluation**

- Composé de 7 membres dont un Président et un vice-président, tous nommés par Dahir, il fixe le prix d'offre minimum de la participation ou de l'établissement public à céder.
-

145

Procédures et modalités

□ **Étape 1 : Pré- transfert**

Elle consiste en l'audit et l'évaluation de la société à transférer, la fixation du schéma de transfert et la définition d'un prix minimum de cession.

□ **Étape 2 : Transfert**

Elle s'opère par le choix du mode de transfert. La Loi prévoit trois modes de cession :

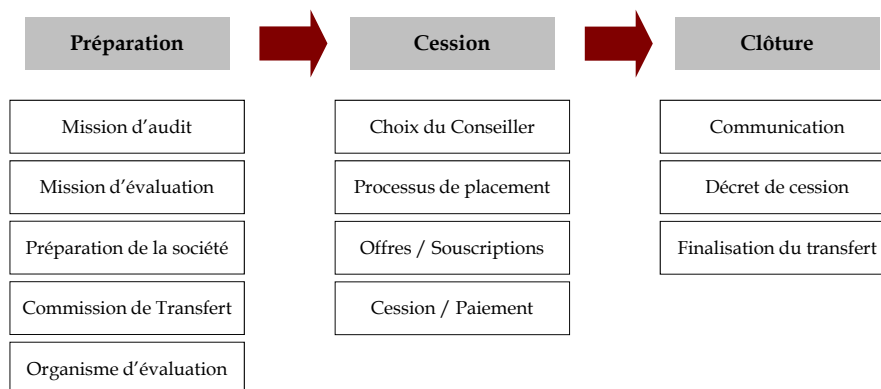
- L'appel d'offres.
- Le marché financier (Offre Publique de Vente).
- L'attribution directe.

□ **Étape 3 : Suivi post- transfert**

L'opération de privatisation ne s'arrête pas au transfert, le suivi post-transfert en constitue la continuité.

146

Procédures et modalités



147

Bilan des privatisations depuis 1993

- Depuis le lancement du programme de privatisation, en 1993, ce sont au total 44 sociétés et 26 établissements hôteliers qui ont été transférés au secteur privé.
- Les recettes totales sont de 76,7 milliards de dirhams.
- Les plus grandes opérations sont : IAM (35% pour 23,3 MdDH, 14,9% pour 8,9 MdDH et 16% pour 12,4 MdDH), RDT (80% pour 14,1 MdDH), Samir (99% pour 5,0 MdDH), SNI (67% pour 2,0 MdDH), BMCE (54% pour 2,5 MdDH), Comanav (2,1 MdDH), Sucreries (100% pour 1,4 MdDH), etc.
- Gestion déléguée : Production d'électricité (JLEC, Tahdart), Distribution d'eau, d'électricité et d'assainissement liquide (Lydec (1997), Redal (1999) et Amendis (2002)), Transport urbain, etc.
- Impact sur les Investissements Directs Étrangers (IDE) (En 2004 : 1^{er} rang parmi les pays arabes et 3^{ème} rang sur le continent africain).
- Impact sur les secteurs économiques (Télécom, Banque, Industrie, etc.).
- Impact sur le marché financier (17% des recettes de privatisations avec la cotation de IAM, SNI, Samir, BMCE, CIOR, etc.).

148

Perspectives

- ❑ Sociétés inscrites sur la liste des privatisables : Sonacos, Sococharbo, BTNA, SCS, SSM, Biopharma.
 - ❑ Un nouveau cadre légal, en cours d'approbation, vise à donner une visibilité et une sécurité aux investisseurs nationaux et étrangers intéressés par la gestion déléguée des services publics, notamment dans les secteurs d'infrastructures.
 - ❑ Les recettes de privatisation sont affectées, à hauteur de 50%, au Fonds Hassan II pour le Développement Économique et Social et sont ainsi destinées à servir de levier à l'effort d'investissement productif du pays.
-

149

Module Ingénierie Financière

4- Les opérations de réorganisation

150

Plan du Module

- La réorganisation du passif
 - Le réaménagement du capital
 - Le réaménagement des dettes
 - La réorganisation de l'actif
 - La titrisation
-

151

4.1- La réorganisation du passif

152

Les opérations à effet de levier (LBO)

□ Le LBO (Leverage Buy Out) peut être défini comme l'achat d'une entreprise saine, financé en grande partie par des emprunts, dans le cadre d'un schéma financier, juridique et fiscal spécifique où les dirigeants repreneurs sont associés en partenariat avec des investisseurs financiers spécialisés en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.

□ L'achat est réalisé via un holding de reprise, qui détiendra les titres de la cible et supportera les emprunts correspondants.

□ D'une durée de l'ordre de sept ans, les emprunts d'acquisition sont remboursés grâce aux dividendes versés au holding de reprise par la cible.

□ Les emprunts bancaires du holding de reprise sont garantis par les titres de la cible.

□ En France, il est préférable que le holding de reprise détienne au moins 95 % du capital et des droits de vote de la cible, ce qui permet de déduire les frais financiers de la dette d'acquisition du bénéfice imposable de la cible en application du régime de l'intégration fiscale (Absence de régime particulier pour ce type d'opération au Maroc).

153

Les opérations à effet de levier (LBO)

□ Cette opération permet d'optimiser la rentabilité des fonds d'actionnaires par un double effet de levier :

- Effet de levier financier.

- Effet de levier fiscal.

□ Le niveau de levier doit tenir compte des cash-flows prévisionnels de la cible et de sa capacité de distribution.

□ Le montage utilisé répond aux principes suivants :

- Diminution de l'apport personnel des repreneurs.

- Déductibilité des frais financiers pour la holding (ce n'est pas le cas pour des personnes physiques qui sont les repreneurs).

- Utilisation des capitaux propres, de la dette bancaire et d'un financement « mezzanine ».

154

Les contextes possibles pour un LBO sont variés

- ❑ Une entreprise familiale confrontée à un problème de succession.
 - ❑ Actionnaires privés souhaitant réaliser leurs actifs par cession totale de l'entreprise.
 - ❑ Entrepreneurs souhaitant diversifier leur patrimoine tout en restant à la tête de leur entreprise.
 - ❑ Cession de filiales non stratégiques d'un groupe (recentrage sur les métiers principaux).
-

155

Variantes de LBO

- ❑ Les deux grands types de LBO (Leverage Buy Out) sont :
 - Le MBO (Management Buy Out) : rachat d'une société par son équipe de direction (un ou plusieurs de ses cadres, non actionnaires ou minoritaires).
 - Le MBI (Management Buy In) : rachat d'une entreprise par un ou plusieurs dirigeants repreneurs extérieurs.
 - ❑ D'autres formules sont des variantes :
 - Le BIMBO (Buy In Management Buy Out) : rachat par un dirigeant repreneur extérieur en association avec le vendeur et/ou avec des cadres de l'entreprise.
 - L'OBO (Owner Buy Out) : rachat d'une entreprise par un holding détenu conjointement par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers. (Pour bénéficier de l'intégration fiscale, le vendeur ne doit pas détenir le contrôle du holding).
 - Le LBU (Leverage Build Up) : rachat d'une première entreprise qui sert de plate-forme pour l'acquisition d'autres entreprises du même secteur, ou d'un secteur connexe.
-

156

Les conditions de succès d'une opération LBO

- Un management de qualité, motivé, avec un bon track-record, une stratégie claire et financièrement intéressé.
 - Un secteur mature offrant une bonne visibilité et de faibles risques de changement.
 - Un positionnement de premier rang de la cible (notoriété, qualité des produits/services, innovation, etc.).
 - Une récurrence des cash-flows (barrières à l'entrée, fidélité des clients, faible pression sur les prix, etc.).
 - Un business peu gourmand en capitaux (investissements et BFR).
 - Un prix d'acquisition raisonnable.

 - **La création de valeur pour les actionnaires provient de 3 sources :**
 - Une diminution de la dette bancaire (l'effet de levier).
 - Un accroissement du cash flow (EBIT).
 - Un accroissement du multiple de valorisation à la sortie.
-

157

Étude de cas : Montage financier d'une opération LBO

158

Présentation de l'opération

Les dirigeants repreneurs et l'investisseur financier achètent début 2008 une société qui a réalisé en 2007 un chiffre d'affaires de 40,0 MDh et un EBIT (Résultat d'Exploitation) de 4,4 MDh. Ils la payent 33,6 MDh, soit 6 fois l'EBIT 2007 moins l'encours des emprunts et la trésorerie nette à fin 2007 (voir tableau financier)

Prix de la cible		Montage Financier - Holding	
EBIT 2007	4,4	Achat titres cible	33,6
Multiple EBIT 2007	x6	Frais de montage	1,0
Endettement à fin 2007	2,8	Frais Financiers 1ère année	1,3
Trésorerie à fin 2007	10	Remboursement dettes 1ère année	1,8
Prix de la cible	33,6	Total des besoins	37,7
Apports		Total ressources	
Apport de l'investisseur financier	13,9	Capital	4,5
Capital	3,9	Obligations convertibles	10,0
Obligations convertibles	10,0	Emprunt (7 ans)	12,6
		Dividendes exceptionnel	10,6
		Total ressources	37,7
Apport des dirigeants	0,6		
Capital	0,6		

159

Compte de Résultat de la Cible

Compte de Résultat - Cible							
	2007	2008(P)	2009(P)	2010(P)	2011(P)	2012(P)	2013(P)
Chiffre d'affaires	40,0	44,0	48,4	53,2	58,6	64,4	70,9
Var.		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBE	6,0	6,6	7,5	8,5	9,7	11,0	12,4
EBE/CA	15,0%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	17,0%	17,5%
Amortissements	1,6	1,8	1,9	2,1	2,3	2,6	2,8
EBIT	4,4	4,8	5,6	6,4	7,4	8,4	9,6
Résultat financier	0	0	0	0	0	0	0
Résultat courant avant impôt	4,4	4,8	5,6	6,4	7,4	8,4	9,6
Résultat net	2,9	3,1	3,6	4,2	4,8	5,4	6,2
Marge nette	7,2%	7,1%	7,5%	7,8%	8,2%	8,4%	8,8%

160

Plan de Financement de la Holding

Plan de Financement - Holding							
	2007	2008(P)	2009(P)	2010(P)	2011(P)	2012(P)	2013(P)
Besoins		37,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5
Achat Cible		33,6					
Frais		1,0					
Remboursement d'Empunt		1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Intérêt obligations+Emprunt		1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
Impôt sur le résultat		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ressources		37,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5
Capital		4,5					
Obligations Convertibles		10,0					
Emprunt		12,6					
Dividendes remontés		10,6	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5

161

Bilan de la Holding

Bilan - Holding							
	2007	2008(P)	2009(P)	2010(P)	2011(P)	2012(P)	2013(P)
Actif		33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6
Titres de participation		33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6
Trésorerie*		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passif		33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6
Fonds Propres		12,8	14,6	16,4	18,2	20,0	21,8
Obligations Convertibles		10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Emprunt		10,8	9,0	7,2	5,4	3,6	1,8

(* Par construction, les dividendes remontés au holding correspondent à son besoin de financement)

162

Sortie fin 2013

Sortie en 2013	
EBIT 2012	8,4
Multiple EBIT 2012	x6
Endettement à fin 2012	0,0
Trésorerie à fin 2012	10,0
Valeur de la Cible	60,1

Valeur de la Holding en 2013	
Valeur Cible	60,1
Obligation Convertibles à fin 2012	10,0
Emprunt Holding à fin 2012	3,6
Trésorerie Holding à fin 2012	0
Valeur de la Holding	46,5

Rendement de l'Investisseur financier						
	2007	2008(P)	2009(P)	2010(P)	2011(P)	2012(P)
Cash flow	-13,9	0,4	0,4	0,4	0,4	39,8
TRI	25,2%					

Rendement du Dirigeant Repreneur						
	2007	2008(P)	2009(P)	2010(P)	2011(P)	2012(P)
Cash flow	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	5,4
TRI	55,0%					
<i>(Hypothèse d'imposition à un taux d'IR de 15%)</i>						

163

4.2- La réorganisation de la dette - Défaisance

164

Principe

□ Technique d'ingénierie financière qui permet à une entreprise de se libérer d'une dette du passif par le transfert d'un portefeuille de valeurs mobilières de son actif à une entité distincte (SPV) qui sera chargée du service de la dette.

□ La difficulté de cette opération réside dans la constitution d'un portefeuille qui assure un adossement avec la dette déconsolidée : taux fixe, même monnaie, même maturité, même échéancier, etc.

□ **Justification de l'opération de défaisance :**

- Optimisation des ressources : éliminer les dettes contractées à des taux élevés.

- Un assainissement de la situation financière et une possible amélioration de la notation des agences de rating.

165

4.3- La réorganisation de l'actif - Titrisation

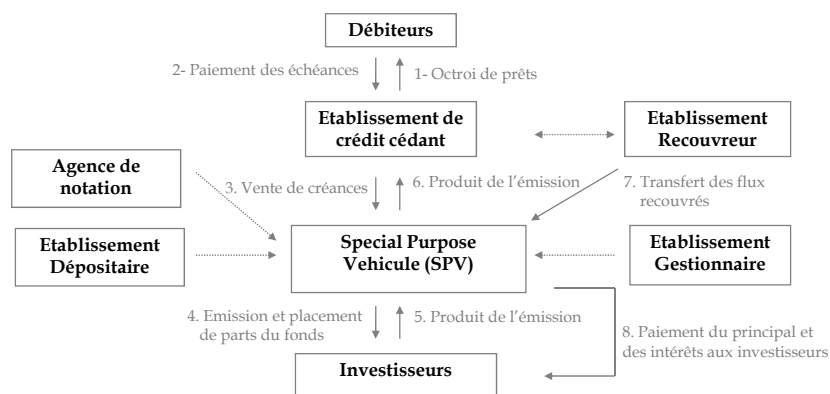
166

Principe

- Technique financière qui permet à une banque, ou autre organisme, de vendre un lot de ses créances (Collatéral).
- Le lot est cédé à une structure ad hoc, Special Purpose Vehicule (SPV), qui émet en contre-partie des valeurs mobilières souscrites par des investisseurs.
- Le produit de la vente des parts sert à payer l'établissement cédant.
- Les flux des remboursements du principal des prêts, ainsi que les intérêts sont rétrocédés au fonds, et servent à rembourser les investisseurs.
- La titrisation concerne différents types d'actifs et plusieurs secteurs :
 - MBS (Mortgage Backed Securities) : Crédits logement.
 - ABS (Assets Backed Securities) : avec comme principal actif d'adossement des prêts personnels ou des loyers d'équipements.
 - Immobilier commercial.
 - Prêts aux collectivités locales, péages autoroutiers, etc.

167

Schéma type d'une opération de titrisation



168

Avantages de la titrisation

- **Une augmentation de la capacité de financement et de l'activité commerciale** : avec la titrisation, le cédant peut vendre un lot de ses créances, et replacer le produit de cette vente dans d'autres prêts de manière à recomposer son actif et élargir sa base client, sans avoir à augmenter ses fonds propres, et ce à l'infini en théorie.
 - **Une option de financement moins coûteuse** : pas de recours aux fonds propres et le cédant profitera d'une économie en coûts de financement, sous une meilleure signature (FCPT).
 - **Une amélioration de la liquidité, de la solvabilité et du ratio Cook** : une entrée de trésorerie et Ratio Cook amélioré, par la déconsolidation des créances suite à leur cession, ce qui entraîne une libération de fonds propres, une meilleures ALM, etc.
 - **Une amélioration de la rentabilité du cédant** : Combinaison de réduction des coûts et de développement de l'activité commerciale.
-