

**Sujet d'examen des semestres pairs 1^{ère} session
Année universitaire 2023-2024**

Intitulé de l'épreuve : INTRODUCTION A LA FINANCE

Nom de l'enseignant : Y. LUCOTTE, S. GALANTI

Année (L1, L2, L3, M1, M2) : L3

Mention / Spécialité / Parcours : Eco gestion tous parcours

Durée de l'épreuve : 3h

Documents autorisés : aucun

Matériels autorisés : calculatrice non scientifique (calculatrice 4 opérations)

Encadré à compléter pour les sujets type « QCM » :

- | | |
|--|---|
| <input type="checkbox"/> L'étudiant répond sur le sujet
(pas de correction automatisée) | <input type="checkbox"/> L'étudiant répond sur une grille QCM |
| <input type="checkbox"/> Réponse unique | <input type="checkbox"/> Réponses multiples possibles |

Barème :

Réponse exacte :	Réponse fausse :
Réponse partielle :	Absence de réponse :

P1/

SUJET

Rendez deux copies distinctes en écrivant clairement « Partie A » ou « Partie B » en haut de la première page.

ANALYSE DE DOCUMENT

RAPPEL : LA QUALITE DE L'EXPRESSION ECRITE FAIT PARTIE DE LA NOTATION

CES ELEMENTS DE CORRECTION NE SONT PAS UN MODELE DE REDACTION

B1) Analyse du premier document (6 pts)

B. Jacquillat, *L'Opinion*, 17-18 nov. 2023

Après avoir lu le document, répondez aux questions suivantes.

Remarque. La lecture du premier §¹ du document ne laisse aucune ambiguïté : les sociétés françaises avaient déjà acquis 23 milliards *de leurs propres titres*. Ce sont donc les entreprises, et personne d'autre, qui rachètent leurs propres actions, lorsque l'on parle d'un « rachat d'action ». Il est écrit plus loin qu'elles « annulent » les actions ainsi rachetées. Puisqu'elles retirent certaines de leurs actions des marchés, les entreprises contribuent à *diminuer* le nombre d'actions en circulation (*baisse de N_0*). Dans le dernier § du texte, il est encore écrit « rachats par les sociétés de leurs propres actions ».

a) *Utiliser ses connaissances pour analyser un document.*

Rappel de cours : si la valeur de marché des capitaux propres est $P_0 \times N_0$ avec P_0 le prix actuel et N_0 le nombre d'actions en circulation, et si D_{nette} est la dette nette, rappelez ce que vaut la valeur de marché V_m .

0.5 pt

$$V_m = P_0 \times N_0 + D_{nette}$$

b) En supposant que la valeur de marché est conforme aux modèles d'évaluation ($V_m = V_0$), utilisez votre définition en a) pour exprimer P_0 en fonction de N_0 , D_{nette} et V_0

0.5 pt

$$P_0 = \frac{V_0 - D_{nette}}{N_0}$$

c) Utilisez la formule trouvée en b) pour expliquer le rôle d'un rachat d'actions sur le prix P_0 . Suite à un rachat d'actions, comment devrait évoluer P_0 ?

0.5 un rachat d'action entraîne une réduction du nombre d'actions en circulation, soit une baisse de N_0

0.5 pt Si N_0 baisse alors P_0 augmente le prix de l'action devrait augmenter

d) L'auteur du texte fustige l'idée selon laquelle un rachat d'actions soutient le cours de l'action. En quoi est-ce contradictoire avec la réponse à c) ?

0.5 pt *Fustiger : condamner, juger défavorablement, désapprouver*

Soutenir le cours : faire en sorte que le prix de l'action augmente

L'auteur est contre l'idée que le rachat d'action augmente les cours. Or, d'après c) selon les formules des modèles d'évaluation, cela devrait augmenter (que l'on utilise V_m ou V_0).

¹ Le symbole § sur votre clavier signifie « paragraphe ».

e) Quel est l'argument de l'auteur pour justifier qu'un rachat d'action n'enrichit pas les actionnaires ?

(éviter le mot-à-mot et bien expliciter). L'entreprise rachète des actions aux actionnaires, les actionnaires reçoivent donc des liquidités, des espèces, en échange de leurs actions. Dans le portefeuille des actionnaires, les actions sont remplacées par des liquidités, de même valeur, donc ils ne sont pas plus riches. (Toutefois, on pourrait objecter que le prix peut tout de même être gonflé à court moyen terme par cette opération)

f) L'auteur écrit que le BPA augmente mécaniquement suite à un rachat d'action : expliquez.

0.5 pt Quand une entreprise rachète ses actions, elles les « sort » du marché, la quantité d'actions en circulation diminue. Le bénéfice par action (BPA) est le bénéfice ou résultat net divisé par le nombre d'action, donc si le nombre d'action diminue, le BPA augmente.

g) Plus loin dans le texte, l'auteur explique néanmoins que, si le cours auquel le rachat d'action est effectué «est inférieur à la valeur estimée de l'action (...), les actionnaires qui ont gardé leurs titres vont bénéficier de cette plus-value implicite ». Cette fois-ci, en quoi est-ce cohérent avec la réponse c) ?

L'auteur reconnaît ici que le rachat d'action peut bénéficier aux actionnaires, si le prix du rachat est inférieur à la valeur fondamentale du titre. Dans ce cas cela entraînera une hausse du prix qui finira par atteindre le niveau de la valeur fondamentale. Cette hausse du prix est cohérente avec la réponse à la question c).

h) Pourquoi, selon l'auteur, les rachats d'actions ne réduisent pas l'investissement au niveau macroéconomique ?

Les rachats d'actions ne seraient pas néfastes pour l'investissement car les montants d'argent obtenus par les actionnaires en échange des actions rachetées peuvent être réalloués, par les actionnaires, à d'autres entreprises. En effet, ces actionnaires peuvent utiliser cet argent pour acheter des actions d'entreprises ayant des projets d'investissements plus rentables.

Bonus + 1 pt : les fonds partent des entreprises dont les projets d'investissement ont des rentabilités $< CMPC$ vers des entreprises où les projets d'investissement ont des $TRI > CMPC$

« LES RACHATS D' ACTIONS se poursuivent à un rythme effréné à la Bourse de Paris », titrait tout récemment un grand quotidien économique. A fin septembre 2023, les sociétés cotées françaises avaient déjà acquis pour 23,3 milliards d'euros de leurs propres titres, et avaient annoncé un montant record de 28 milliards d'euros de rachats d'actions pour l'ensemble de l'année 2023. Environ la moitié devrait être le fait de deux sociétés seulement, une concentration particulièrement élevée.

Le palmarès revient à TotalEnergies, porté par des prix du pétrole toujours soutenus. La major pétrolière a en effet annoncé prévoir 9 milliards d'euros de rachat d'actions cette année, tandis que BNP Paribas se trouve en bonne voie pour retourner des liquidités à ses actionnaires en leur rachetant pour 5 milliards d'euros d'actions à la suite de la cession de sa filiale américaine Bank of the West.

Mais les rachats d'actions sont très encadrés par le droit boursier. En effet les sociétés cotées ne peuvent racheter sur le marché (au fil de l'eau) leurs propres actions que sous certaines conditions : jusqu'à 10% de leur capital dans le cadre d'un programme de rachat d'actions d'une durée maximum de dix-huit mois, lesquels ne doivent pas représenter plus de 25% du volume moyen des transactions.

Stock-options. Le plus fréquemment, les actions acquises sont annulées. Elles peuvent être conservées par l'entreprise pour servir éventuellement de monnaie d'échange en cas d'acquisitions, ou pour être remises aux salariés en cas d'exercice de leurs stock-options. Comptablement, les actions acquises sont déduites du montant des capitaux propres, comme le font les analystes financiers lorsqu'ils réduisent le nombre d'actions en circulation de celles achetées.

Mais pourquoi les entreprises procèdent-elles au rachat de leurs propres actions ? Sauf à ce qu'elles modifient leur structure financière, elles le font, comme pour les dividendes, à partir des résultats qu'elles ont dégagés. Elles pourraient

aussi bien affecter tout ou partie de ceux-ci à leur réinvestissement dans l'entreprise, ou au désendettement dans leur bilan. Si elles ne procèdent pas de la sorte, c'est qu'elles estiment ne pas avoir d'opportunités d'investissement suffisamment attractives pour rapporter au moins leur coût du capital, et/ou par ailleurs estiment que leur structure financière est adéquate.

Mais les rachats d'actions n'ont pas bonne presse. Au cimetière des idées fausses figurent en bonne place certaines justifications très partiales du rachat de leurs propres actions par les sociétés :

« Pas plus qu'un retrait à un distributeur automatique de billets de banque n'a jamais enrichi ceux qui l'effectuent, les rachats d'actions, comme les dividendes, n'ont jamais enrichi les actionnaires »

faire monter les cours de l'action, et ainsi favoriser les actionnaires au détriment des autres parties prenantes, répondre au désir des dirigeants de s'enrichir, etc.

C'est ainsi que figurait dans le même quotidien évoqué plus haut un article dont le titre exprimait ce motif « La baisse des « buy-backs » [les rachats d'actions dans la terminologie américaine] prive Wall Street d'un fort soutien ». Nous y voilà, les entreprises procéderaient au rachat de leurs propres titres pour soutenir leurs cours et privilégier leurs actionnaires ! Mais, pas plus qu'un retrait à un distributeur automatique de billets de banque n'a jamais enrichi ceux qui l'effectuent, les rachats d'actions, comme les dividendes,

n'ont jamais enrichi les actionnaires. C'est juste la composition de leur portefeuille qui s'en trouve modifiée, il comporte davantage de liquidités, mais pas sa valeur qui reste la même.

En cas de rachats d'actions, c'est la valeur des capitaux propres qui baisse du montant de ceux-ci. Pour autant, la stabilité de la valeur de l'action se maintient du fait de la hausse du pourcentage de détention

« Les fondements du fonctionnement d'une économie libérale sont souvent mal compris. Il en est ainsi des motivations qui président aux rachats par les sociétés de leurs propres actions »

que représente chaque action restant en circulation à la suite de l'annulation des actions rachetées. Le bénéfice par action (BPA) et l'observation de son évolution ne constituent pas nécessairement un indicateur de création de valeur et d'évolution de celle-ci.

Le problème n'est donc pas de savoir si la réduction de capital, conséquence du rachat d'actions, va entraîner une hausse du BPA, laquelle est mécanique, mais de savoir si le rachat d'actions est créateur de valeur. Il l'est si l'une ou l'autre des trois sources suivantes de création de valeur se produit : le cours auquel elle est réalisée est inférieur à la valeur estimée de l'action, auquel cas les actionnaires qui ont gardé leurs titres vont bénéficier de cette plus-value implicite ; l'accroissement du poids de la dette dans la structure du bilan du fait de la réduction du montant des fonds propres va se traduire par une meilleure performance des dirigeants, ce qui se traduira par une augmentation des bénéfices futurs ; ou encore les fonds ainsi rendus aux actionnaires auraient une rentabilité dans l'entreprise inférieure à son coût du capital.

Par ailleurs, au niveau macroéconomique, les rachats d'actions constituent de formidables outils de circulation des richesses. Ils permettent en effet de réallouer une ressource rare, les capitaux propres, d'entreprises qui n'en ont plus l'utilité, vers des entreprises qui en ont besoin au stade de développement auquel elles se trouvent.

D'autant que l'Europe souffre d'une fragmentation de ses marchés de capitaux et d'une absence d'union bancaire, ce qui ne facilite pas la mobilisation de l'épargne, le développement du capital-risque, et le financement des entreprises.

Records. Enfin, opposer les rachats d'actions aux investissements est fallacieux sur le plan macroéconomique. Avec 88 milliards d'euros d'investissements effectués l'année dernière, les sociétés du CAC40 battent leur record historique selon l'étude annuelle de EY. Ce plus haut n'a pas empêché les dividendes versés en 2023 par les entreprises du CAC40 d'atteindre un record historique à 57 milliards, de même pour les rachats d'actions à 24 milliards d'euros.

Ainsi, les rachats d'actions ne réduisent pas les investissements au niveau macroéconomique, car ce ne sont pas les mêmes sociétés qui sont les championnes des rachats d'actions et celles qui sont les championnes des investissements. Les rachats d'actions des premières contribuent à financer pour partie les investissements des secondes. Les fondements du fonctionnement d'une économie libérale sont souvent mal compris. Il en est ainsi des motivations qui président aux rachats par les sociétés de leurs propres actions. Celles-ci relèvent d'une saine gestion de leurs capitaux propres. Il convient de laisser au cimetière des idées reçues les fausses raisons qui sont avancées pour les expliquer.

Bertrand Jacquillat est vice-président du Cercle des économistes et senior advisor de Tiepolo.

B2) Analyse du second document (4 pts)

I. Chaperon, *Le Monde*, supplément Economie & Entreprise, 22 nov. 2023

Après avoir lu le document, répondez aux questions suivantes.

a) Selon l'auteure, «sur fonds de taux d'intérêts nuls, voire négatifs, les investisseurs acceptaient de prendre des risques pour gagner un peu de rendement en prêtant à des emprunteurs de moindre qualité que LVMH ou Nestlé. » A quelle période (à quelques années près) cela fait-il référence ?

L'auteure fait référence à la période récente de taux d'intérêts bas, dus à une politique monétaire accommodante. Cette période s'étale de 2011 à 2022 environ.

b) Ensuite, la période de remontée des taux, selon le texte, se traduit par une hausse du coût de la dette pour les entreprises. Quel impact cela a-t-il sur le Coût Moyen Pondéré du Capital ? Par suite, quel en est l'impact sur la capacité à investir de ces entreprises ?

$CMPC = \text{poids de la dette} * i + \text{poids des KP} * k$ (*attention* : définir les variables)

Si le taux i augmente, alors le CMPC augmente

Si CMPC augmente, de nombreux projets d'investissement ont des rentabilités qui deviennent inférieures au CMPC, qui est le coût moyen pour les financer. Ces projets ne sont donc plus mis en œuvre, car ils ne sont plus rentables pour l'entreprise.

c) Selon le texte, actuellement, les apporteurs de capitaux ne sont pas intéressés pour financer les émetteurs (c'est à dire les entreprises) les plus risqués. Plus loin, il est dit que « dans ces marchés très exigeants, une déception suffit parfois à provoquer une crise de confiance ». Autrement dit, comment évolue le taux de rentabilité exigée k pour ces entreprises ?

Le taux de rentabilité exigée augmente, notamment car la prime de risque augmente, car les actionnaires ont moins confiance. Ils exigent donc une rentabilité plus grande pour compenser un risque plus grand (bonus 0.5 pt pour $k = PR + Rf$).

d) Comment cette évolution de k affecte-elle le Coût Moyen Pondéré du Capital ? Par suite, quel en est l'impact sur la capacité à investir de ces entreprises ?

(Même définition) : si k augmente CMPC augmente

(Même réponse que b). Si CMPC augmente, de nombreux projets d'investissement ont des rentabilités qui deviennent inférieures au CMPC, ceux-ci ne seront donc plus mis en œuvre. Globalement, des taux d'intérêts élevés et un climat de méfiance vont infléchir à la baisse l'investissement productif.

Les entreprises malades

Le robinet du financement se ferme pour les groupes s

Il est bien fini le temps de l'argent facile sur les marchés financiers. Aujourd'hui, le robinet du crédit peut se fermer brutalement, comme le groupe de maisons de retraite Clariane en a fait l'amère expérience. L'ex-Korian pensait avoir trouvé des ressources pour rembourser ses dettes arrivant à échéance entre décembre 2023 et décembre 2024. Il a suffi d'une mauvaise nouvelle et l'argent escompté a disparu, obligeant l'entreprise à organiser en urgence un plan de sauvetage chiffré à 1,5 milliard d'euros avec le soutien de son premier actionnaire, le Crédit agricole, comme elle l'a annoncé le 14 novembre.

Tout s'est joué en quelques semaines. « Nous pensions avoir fait le plus dur en signant en juillet un accord avec vingt et une banques pour renouveler nos lignes de crédit. Mais cela s'est révélé insuffisant, relate Philippe Garin, le directeur financier. Les marchés de dette publics et privés sur lesquels nous avons l'habitude de nous financer se sont tous fermés en quelques mois. Et les banques ne peuvent pas les suppléer, car elles sont contraintes par la Banque centrale européenne [BCE] de réduire leurs expositions sur les émetteurs mal ou pas notés, comme nous. Elles nous accompagnent, mais elles ne peuvent pas tout faire. »

Violent retournement

Clariane comptait malgré tout trouver des capitaux auprès de financiers prêts à investir dans son patrimoine immobilier. Une opération de ce type devait être bouclée le 31 octobre. Las, le 24 octobre, la Bourse a très mal réagi lors de la publication des résultats trimestriels du groupe, ce dernier reconnaissant que son désendettement prenait plus de temps que prévu.

« L'action Clariane a perdu 40 % en deux séances et les investisseurs ont préféré mettre l'opération immobilière sur pause », poursuit M. Garin. Et de conclure : « Nous sommes passés en l'espace de quinze mois d'un monde où nous avons normalement accès à tous les marchés de dette, sans pour autant en abuser, à une situation où nous avons un risque de liquidité en avril 2024. » Vertigineux.

Les difficultés de Clariane illustrent le violent retournement qui s'est produit sur les marchés de la dette. Pendant plus de dix ans, les entreprises ont bénéficié d'un crédit quasi gratuit et abondant, lié à la politique monétaire ultra-accommodante des banques centrales. Sur fond de taux d'intérêt nuls, voire négatifs, les investisseurs acceptaient de prendre des



risques pour gagner un peu de rendement en prêtant à des emprunteurs de moindre qualité que LVMH ou Nestlé.

Ce monde a basculé en 2022, quand les banques centrales ont remonté fortement les taux pour lutter contre la flambée de l'inflation, consécutive à la rupture des chaînes d'approvisionnement après le Covid-19 puis à la guerre en Ukraine. En novembre, l'obligation à cinq ans de l'Etat américain rapporte 4,5%. Et cela change tout.

D'abord, effet le plus évident, cette remontée des taux se traduit par une forte hausse du coût de la dette pour les émetteurs. Soit parce que l'entreprise a emprunté à taux variable, soit parce qu'elle doit acquitter un coupon plus élevé quand elle lève à nouveau de la dette. « Pour nous, le coût de la dette non sécurisée est passé de moins de 3 % à 8 % environ », précise M. Garin. Pour les entreprises les plus endettées, cela représente des charges considérables, susceptibles d'entamer leur rentabilité.

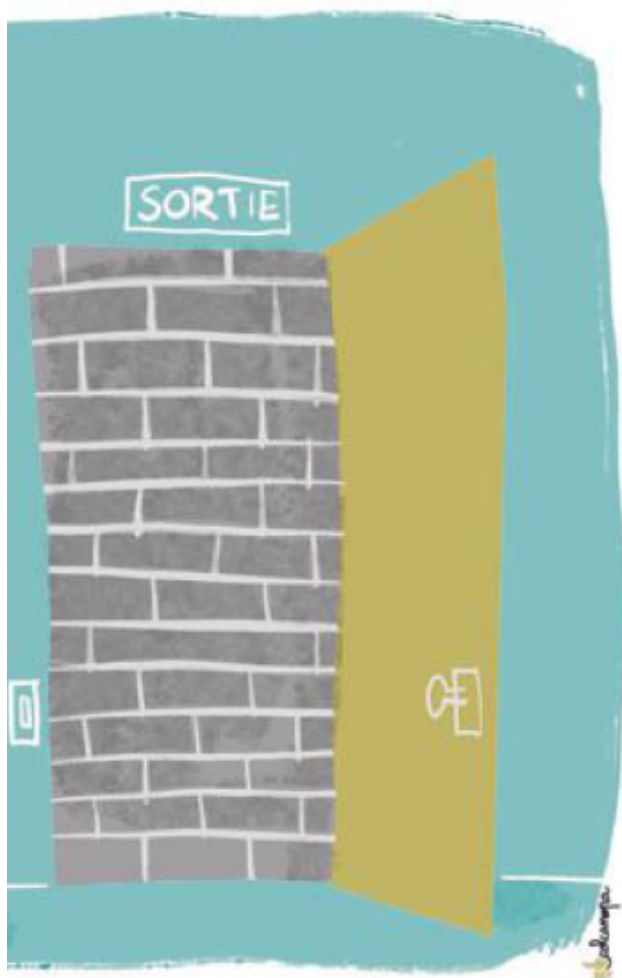
Pendant plus de dix ans, les sociétés ont bénéficié d'un crédit abondant

Mais l'effet le plus dangereux reste l'accès au financement. « Comme les apporteurs de capitaux obtiennent des rendements confortables sur les plus grandes signatures, cela l'intéresse peu, même pour des taux élevés, de financer des emprunteurs plus risqués ou même de participer à la levée de fonds d'une start-up », souligne Philippe Druon, avocat spécialisé en restructurations chez Hogan Lovells.

Sachant qu'une grande partie du financement des entreprises est organisée autour du crédit in fine, elles doivent souvent lever une nouvelle dette pour rembourser un prêt arrivé à échéance. Si possi-

es de la dette

urendettés, déjà pénalisés par la hausse des taux



Ceux qui avaient abusé de l'argent gratuit seront contraints de s'adosser, comme le groupe Casino et Orpea

brut des sociétés non financières s'élève à 78,4 % du PIB en France, très au-dessus de celui des autres grands pays et de la moyenne de 57,4 % pour la zone euro », indique la Banque de France.

Face à cela, la hausse brutale des taux, c'est l'équivalent de la chute d'une énorme météorite à la fin du crétacé : ceux qui avaient abusé de l'argent gratuit pour mettre en place des structures financières déraisonnables seront contraints de s'adosser, comme le groupe Casino et le géant des maisons de retraite Orpea – dont les restructurations au couteau ont refroidi certains apporteurs de dette. Pour éviter le sort réservé aux dinosaures, beaucoup d'entreprises n'auront d'autre choix que d'assainir leur bilan, ce qui n'a rien d'évident quand l'inflation ou la hausse des taux mordent dans les profits.

L'équipementier ferroviaire Alstom, qui a du mal à digérer l'acquisition de son rival canadien Bombardier, a annoncé, mercredi 15 novembre, un plan de redressement comprenant 1500 suppressions d'emplois et un programme de cessions, sans exclure une augmentation de capital. « Ce plan a été conçu pour convaincre l'agence Moody's de ne pas dégrader sa note financière, car Alstom a besoin pour son activité de rester une signature de première qualité afin de rassurer ses clients et pouvoir préfinancer les commandes de trains », remarque Christine Kam. « La plupart des entreprises cherchent à prendre les devants dans leur refinancement. La grande question est de savoir quelles sont celles qui y parviendront. Dans ces marchés très exigeants, une déception suffit parfois à provoquer une crise de confiance. »

Tous les regards se tournent désormais vers Altice, le géant des télécommunications piloté par Patrick Drahi, alias le maître du levier financier, empêtré dans un scandale de corruption touchant son bras droit, Armando Pereira. Pour Atalian, le roi des services aux entreprises (nettoyage, sécurité...), le robinet du crédit est déjà fermé : une négociation avec les créanciers est en cours. ■

ISABELLE CHAPERON

ble bien avant la date fatidique. « Il est très rare que les emprunts aillent à l'échéance pour les émetteurs à risque. Les plus prudents ont anticipé au moins un an avant, car plus on se rapproche de la date de l'échéance, plus les prêteurs potentiels sont suspicieux », explique Cécile Mayer-Lévi, directrice de la dette privée chez Tikehau.

En septembre, Banijay, le producteur de l'émission « Koh-Lanta », a montré qu'il pouvait survivre dans un environnement hostile en récoltant plus de 900 millions d'euros sur les marchés, pour pouvoir rembourser des obligations dues... en mars 2025. « Cela va lui coûter plus cher, mais le risque de refinancement est écarté », note Christine Kam, analyste crédit chez Octo Finances.

Autre solution pour rembourser un emprunt : vendre un actif. Mais, là aussi, le bât blesse. « Comme les acheteurs, eux aussi, ont bien souvent du mal à se financer, les transactions ne se font pas et le vendeur ne parvient pas à rembourser ses dettes. C'est parti-

culièrement vrai dans le secteur de l'immobilier de bureau, qui souffre à la fois de la hausse des taux d'intérêt, mais aussi de taux de remplissage insuffisants à cause du télétravail, ce qui affecte le ratio entre la valeur de l'actif et le montant de la dette. Le marché ne s'est certes pas encore effondré, mais tout est figé », observe Delphine Caramalli, avocate spécialisée en restructurations chez Clifford Chance. « J'ouvre un dossier tous les jours sur l'immobilier ou la construction. Et c'est parti pour durer », corrobore M. Druon.

Vulnérabilités réelles

Selon une étude du cabinet Altarea, la France a connu 10 979 défaillances d'entreprise, du coiffeur à la fonderie, entre juin et septembre 2023, en hausse de 23 % par rapport au troisième trimestre 2022. En moyenne, depuis janvier, 4 500 sociétés font défaut par mois, retrouvant le rythme d'avant-Covid-19. Les vulnérabilités sont réelles. Au deuxième trimestre, « le ratio d'endettement