

	Up ! Enhanced Management	Première édition
	9 Le contrôle de la firme et de son environnement 9.10 Le gouvernement d'entreprise	http://www.up-comp.com contact@up-comp.com

..

Par exemple un dirigeant dont l'entreprise est valorisée en bourse avec un **PER** de 10 et dont le taux d'imposition est 33,33 % a pour objectif d'augmenter le **PER** à 15. Il arrive à faire racheter 5 % des actions de façon indolore :

$$PER_{\text{Relation}} = \frac{(1 - 5\%) * 10}{1 - (1 - 33,33\%) * 5\% * 10} = 14,25$$

Si l'entreprise a un ratio d'endettement raisonnable par rapport à ce qui se pratique dans son domaine industriel après l'opération, il serait doublement intéressant de racheter les actions par l'endettement :

- Le taux d'intérêt de la dette est déjà inférieur à celui de l'autofinancement qui s'évalue au coût moyen pondéré des ressources.
- L'intérêt de la dette est une charge déductible du résultat amortie par l'impôt sur les sociétés.

9.10.6.3 L'émission d'obligations

Il s'agit d'émettre des titres de créances auprès des marchés financiers pour une durée donnée. A la différence d'une dette, la créance est répartie sur plusieurs prêteurs. Une obligation est caractérisée par :

&

- **La maturité.**
Il s'agit de la durée de la créance.
- **Le nominal.**
Il s'agit des fonds apportés pour chaque part à l'émission. Le nominal est remboursé à la maturité.
- **Le taux d'intérêt.**
Il porte sur le nominal et peut être fixe ou variable. En ce cas, il est généralement indexé sur un indicateur financier. La rente de l'obligation, appelée **coupon**, peut être versée chaque semestre, chaque année, etc. Elle peut être capitalisée les premières années.
- **L'éventuelle prime d'émission.**
Les fonds à apporter à l'émission sont peut-être moins importants que le nominal.
- **L'éventuelle prime de remboursement.**
Les fonds remboursés sont peut-être assortis d'une soulte.

&

En notant ρ_i le taux d'intérêt fixe ou variable entre deux versements de coupon, le rendement réel de l'obligation est le **taux actuariel brut** $\tau_{\text{ActuarielBrut}}$ qui se calcule en résolvant l'équation suivante :

$$\text{Nominal} - \text{PrimeD'Emission} = \sum_{i=1}^N \frac{\rho_i * \text{Nominal}}{(1 + \tau_{\text{ActuarielBrut}})^i} + \frac{\text{Nominal} + \text{PrimeDe Remboursement}}{(1 + \tau_{\text{ActuarielBrut}})^N}$$

a

La **duration** permet de mesurer la sensibilité de l'obligation à l'évolution des taux d'intérêt. Pour un rendement constant, on a :

$$D = \frac{\frac{\delta \text{ FluxObligation}}{\text{FluxObligation}}}{\frac{\delta(1+\rho)}{1+\rho}} = \frac{\frac{\delta \left(\sum_{i=1}^n \frac{\rho * \text{Nominal}}{(1+\rho)^i} \right)}{\sum_{i=1}^n \frac{\rho * \text{Nominal}}{(1+\rho)^i}}}{\frac{\delta \rho}{1+\rho}} = \frac{(1+\rho)}{\sum_{i=1}^n \frac{\rho * \text{Nominal}}{(1+\rho)^i}} * \left(\sum_{i=1}^n \frac{\text{Nominal}}{(1+\rho)^i} - i * \frac{\rho * \text{Nominal}}{(1+\rho)^{i+1}} \right)$$