



HAL
open science

L'augmentation de capital en situation difficile : le cas des entreprises françaises cotées

Thallian-Farrel N'Goma

► **To cite this version:**

Thallian-Farrel N'Goma. L'augmentation de capital en situation difficile : le cas des entreprises françaises cotées. Gestion et management. Université de Bretagne occidentale - Brest, 2016. Français. NNT : 2016BRES0046 . tel-01578137

HAL Id: tel-01578137

<https://theses.hal.science/tel-01578137>

Submitted on 28 Aug 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



université de bretagne
occidentale

UNIVERSITE
BRETAGNE
LOIRE

THÈSE / UNIVERSITÉ DE BRETAGNE OCCIDENTALE

sous le sceau de l'Université européenne de Bretagne

pour obtenir le titre de

DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE BRETAGNE OCCIDENTALE

Mention : Sciences de Gestion

**École Doctorale Sciences de l'Homme, des Organisations et
de la Société (SHOS) - ED 505**

présentée par

Thallian-Farrel N'GOMA

Préparée à l'IAE de Bretagne Occidentale -
Laboratoire ICI (Information, Coordination,
Incitations) - EA2652

**L'augmentation de capital en situation
difficile : le cas des entreprises
françaises cotées.**

Thèse soutenue le 8 juillet 2016

devant le jury composé de :

Monsieur Christian CADIOU

Professeur, IAE - Université de Bretagne Occidentale / *Directeur
de thèse*

Monsieur Gervais THENET

Professeur, IGR - Université de Rennes 1 / *Suffragant*

Monsieur Hubert TONDEUR

Professeur, CNAM Paris - Cabinet Alliance Experts Tourcoing /
Rapporteur

Monsieur Ivan DUFEU

MCF - HDR, ONIRIS Nantes / *Rapporteur*

Monsieur Jean-Michel MAINGAIN

Directeur de Gestion à Fédéral Finance / *Suffragant*

A ma famille

**« La vraie nouveauté naît toujours dans le retour
aux sources. »**

Citation Edgar Morin.

REMERCIEMENTS

Mes remerciements s'adressent avant tout au Professeur Christian Cadiou, à qui j'exprime ma profonde gratitude pour avoir accepté d'être mon Directeur de thèse et pour m'avoir énormément soutenu durant les années de thèse. Alors, je le remercie pour sa disponibilité, ses conseils, ses relectures de ce travail et ses cadrages bienveillants. Je le remercie également pour ses collaborations aux articles que nous avons écrits et qui m'ont fait progresser et pour m'avoir initié au métier d'enseignant-chercheur.

Je tiens également à remercier les membres du jury, les rapporteurs, Huber Tondeur et Ivan Dufeu d'avoir rédigé leur rapport ainsi que le professeur Gervais Thenet et Monsieur Jean-Michel Maingain pour m'avoir fait l'honneur d'évaluer ce travail.

Le travail de thèse nécessite un environnement de travail propice, ce qui est le cas au laboratoire ICI. Je ne saurais oublier de remercier Cécile Morinière pour sa disponibilité en tant que secrétaire du Laboratoire ICI et pour son implication dans la finalisation de mon travail doctoral ainsi que pour son aide dans la constitution des dossiers de candidature aux postes ATER. Je profite également de remercier tous mes collègues du laboratoire et en particulier Andréa Gourmelen avec qui j'ai énormément collaboré durant mes premières années de thèse.

Je remercie le bon Dieu, lui qui m'a gardé en bonne santé durant ma thèse. J'aimerais que tous ceux qui m'ont aidé et qui n'ont pas été cités soient vivement remerciés.

Merci également à Monsieur Jean-Philippe Melchior à l'IUT Le Mans, pour son soutien.

Enfin, pour terminer et puisque le développement du sujet se pointe, j'aimerais inscrire ce travail dans le cadre de la recapitalisation des capitaux propres et du désendettement des sociétés en situation difficile.

SOMMAIRE

Introduction générale.....	7
Titre 1 : L’analyse exploratoire de l’augmentation de capital en situation difficile.....	22
Introduction du titre 1.....	23
Chapitre 1 : L’approche conceptuelle de l’augmentation du capital en situation difficile.....	25
Chapitre 2 : L’étude exploratoire : Le cas CGG.....	74
Conclusion du titre 1.....	142
Titre 2 : L’essai de la généralisation de l’augmentation de capital en situation difficile : L’analyse confirmatoire.....	144
Introduction du titre 2.....	145
Chapitre 3 : Les effets d’annonce de l’augmentation du capital en situation difficile : L’essai de la généralisation.....	147
Chapitre 4 : L’analyse de l’augmentation de capital par les investisseurs particuliers : La triangulation des données quantitatives et qualitatives.....	183
Conclusion du titre 2.....	229
Conclusion générale.....	236
Bibliographie.....	249
Table des matières.....	270
Liste des figures, des tableaux, des encadrés et des graphiques.....	277
Annexe.....	283

Introduction générale

Dans l'objectif d'élucider le sujet d'augmentation de capital en situation difficile dans cette thèse doctorale, nous proposons de présenter dans la partie 1, le contexte général de la recherche qui se décline dans la formulation de l'objet de recherche et dans la motivation ayant conduit à l'élaboration de ce travail doctoral. L'identification des grands axes de cette introduction sur la contextualisation et l'analyse du phénomène d'étude de la recherche se poursuit dans la fixation des objectifs de la recherche dans la partie 2. Cette partie présente l'intérêt de la recherche, la problématique de la recherche ainsi que la posture épistémologique. Enfin dans la partie 3, l'architecture de la recherche est exposée. Cette partie définit le processus de la construction des connaissances de ce sujet en partant du champ conceptuel à sa validation, puis à la conclusion. La figure ci-après (figure 0.1) résume les étapes de cette introduction.

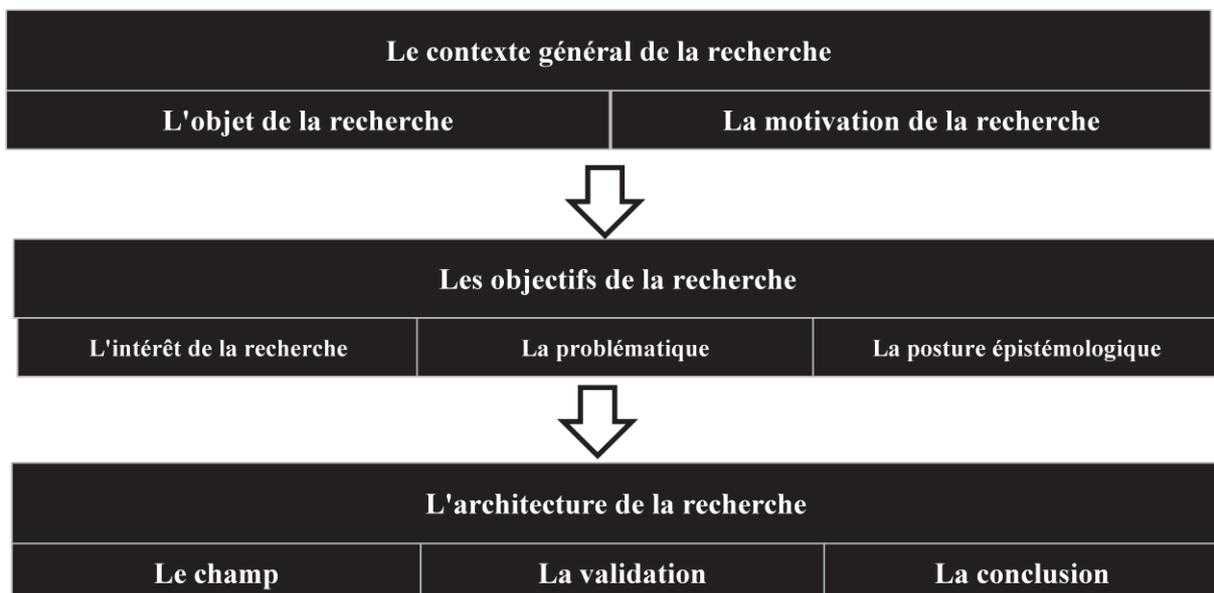


Figure 0.1 : Le plan de l'introduction

0.1. Le contexte général de la recherche

La recherche doctorale est à la fois passionnante et difficile pour le jeune chercheur. En effet, il est dans l'apprentissage de son métier. Durant le déroulement des recherches, le chercheur s'interroge, trouve des solutions et tente de bâtir une architecture. Cette architecture du processus de la création des connaissances doit répondre aux exigences de contenus, de formes et de scientificité. L'exercice est long et perturbé par des embuches malgré tout, le chercheur reste attaché à son sujet et à ses convictions. Ainsi, il parvient à démontrer l'originalité de son idée à la communauté scientifique. En revanche, ce cheminement emprunté par le chercheur est fait de tâtonnements dont la finalité est l'extraction des enseignements tirés de toutes les expériences et expérimentations menées autour de l'objet de recherche. Ainsi, le chercheur arrive à impliquer sa problématique, ici autour du thème de l'augmentation de capital.

La tâche à réaliser consiste à développer le sujet d'augmentation de capital en situation difficile sur plusieurs angles en utilisant des méthodes diverses de traitements et d'analyses des données, en faisant apparaître de nouveaux acquis utiles et susceptibles de constituer la création des connaissances qui pourraient être repris par d'autres auteurs. En effet, le développement d'un sujet peut provenir d'une observation du contexte économique mondial ou d'une piste de recherche comme c'est le cas dans cette recherche. Le sujet sur l'augmentation de capital en situation difficile est développé dans l'optique d'être présenté comme la solution aux difficultés financières des entreprises. Ce sujet se place dans la continuité des travaux de DeAngelo, DeAngelo et Stulz (2010) sur le timing de la réalisation des augmentations de capital.

Les enjeux autour du sujet sont multiples. Nous cherchons à modéliser la gestion des actions décotées. Nous misons également sur l'identification des causes de la situation difficile et sur l'utilisation des approches quantitatives et qualitatives permettant l'exploration en profondeur du sujet de recherche. Sachant que l'opération d'augmentation de capital peut être dilutive pour les actionnaires, il est nécessaire qu'une communication financière de qualité soit établie afin de les rassurer sur la situation actuelle de la société en difficulté et sur sa situation post-augmentation de capital. La communication financière étant cruciale dans ce type d'opération, nous la développerons. Les résultats de cette recherche aboutiront ensuite à des pistes de recherche. Le sujet de recherche étant précisé ainsi que ses enjeux, il convient de préciser que l'objet fondamental de cette recherche porte sur la gestion du risque de faillite des sociétés

endettées. Ainsi, nous chercherons à démontrer qu'à l'issue du lancement de l'augmentation de capital, le risque de faillite est enlevé, la décote du cours est ôtée et l'actif économique est revalorisé.

0.1.1. L'objet de la recherche

Cette partie tente de justifier l'objet de la recherche en le situant dans un **champ de recherche**, la gouvernance d'entreprise, en le **positionnant** par rapport à une problématique de gestion, la performance plus précisément la création et la destruction de valeur actionnariale et **en l'intégrant dans un contexte d'analyse**, celui d'augmentation de capital en situation difficile. Par ailleurs, pour situer l'intérêt de l'objet d'étude, des analyses quantitatives et qualitatives ont été effectuées afin de l'expérimenter. Les analyses quantitatives ont été réalisées à partir de la méthodologie de recherche d'étude d'événement. Les analyses qualitatives mobilisées sont les analyses de contenu et lexicales textuelles. Toutes ces méthodes d'analyses s'inscrivent dans une démarche exploratoire. Par ailleurs, la recherche se concentre sur l'entreprise en difficulté et sur l'analyse des conséquences de l'augmentation de capital, ce qui a un intérêt pour la communauté académique et managériale. A présent, exposons les conséquences de la crise financière et économique récente ayant favorisé ce sujet sur la recherche des modes de survie des sociétés.

L'un des faits économiques marquants de cette dernière décennie est la crise des subprimes, qui s'est progressivement mondialisée et a évolué successivement vers une crise financière puis économique qui a débuté aux Etats-Unis en août 2007 (El Hédi Arouri, Jawadi et Foulquier, 2009). Cette crise s'est traduite d'une part par un assèchement de la liquidité et des crédits bancaires, d'autre part par une augmentation de la volatilité des marchés boursiers affectant ainsi les deux sources de financement des entreprises : la dette et les capitaux propres. Cette crise a causé la faillite de quelques entreprises (petites, moyennes ou grandes), notamment dans le secteur bancaire où les faillites les plus impressionnantes ont été enregistrées. Ces faillites sont la résultante d'un long processus marqué par la faiblesse des liquidités sur le marché, par l'insuffisance de la trésorerie, par la déperdition des capitaux propres, par le surendettement et par la baisse continue du chiffre d'affaires. Comme, le notait Cadiou C. (1995), la situation difficile se caractérise par un accroissement du risque de défaillance lié à l'insolvabilité, à la crise de trésorerie et à l'absence de résultat. Par ailleurs, pour sortir de la faillite, un redressement doit être décidé suffisamment tôt pour permettre un

changement de politique et pour sortir de la zone dangereuse (Collard et al., 1985). En effet, pour sortir de la faillite plusieurs questions ont été abordées, notamment : comment aborder la crise de liquidité que vivent les entreprises ? Comment gérer et préparer la sortie de la crise ? Ces questions trouvent leur réponse dans la mise en place du financement par augmentation de capital. L'objet de recherche s'affirme et porte sur la gestion du risque de faillite des entreprises en difficulté. En effet, la solution de sortie possible de la faillite est vue sous l'angle de l'augmentation de capital. L'augmentation de capital aurait des effets positifs sur certaines entreprises. Elle permet d'éviter la liquidation en remboursant les dettes. Elle contribue à maintenir la pérennité et la continuité de l'exploitation des activités de l'entreprise. **Cette opération est considérée comme obligée. Comme l'affirmait Ginglinger (1984), il s'agit d'une opération de dernier recours.** Par ailleurs, s'il faut définir l'augmentation de capital, elle peut être vue comme une vente d'actions (Quiry et Le Fur, 2009 : 919). C'est un gage de solvabilité pour les anciens actionnaires qui ouvrent la porte à de nouveaux investisseurs. C'est également un moyen de modifier le contrôle de la propriété. Le choix de procéder à une telle opération est du ressort des décisions stratégiques dont l'utilisation est déterminante entre la recapitalisation, le remboursement des dettes et l'investissement. En général, les dirigeants procèdent à cette opération dans la période de surévaluation des cours boursiers pour limiter la dilution. Il s'agit d'une opération qui est destinée à réduire les coûts de faillite. En outre, cette opération est une mesure de la restructuration financière. D'un point de vue général, l'intérêt de la recherche réside dans l'analyse de l'augmentation de capital en situation difficile. Les actionnaires sont sous pression, compte tenu des reports à nouveau négatifs, des pertes, ils doivent faire face au problème de liquidité.

La thèse défendue soutient que l'augmentation de capital est une opération de dernier recours qui permet le désendettement, la recapitalisation et la sauvegarde des sociétés en difficulté.

Cette thèse sur l'augmentation de capital constitue également un prolongement des travaux de DeAngelo, DeAngelo et Stulz (2010). Ces travaux similaires qui ont été réalisés sur le sujet, se veulent non sélectifs sur le choix des augmentations qui composent l'échantillon¹. Par opposition, cette recherche se veut sélective et adaptée à un contexte particulier, celui des difficultés financières d'entreprises endettées. Il existe alors une complémentarité. Suivant Ginglinger (1984), 17,7% des augmentations de capital sont réalisées par les sociétés

¹ Cf. les travaux de DeAngelo, DeAngelo et Stulz (2010).

endettées. Elles se voient contraintes de se désendetter, d'augmenter leurs fonds propres pour éponger leurs pertes, reconstituer leur fonds de roulement et créer un nouvel équilibre de leur structure financière. Ginglinger (1984) note également que les augmentations de capital sont engagées afin de franchir un « cap difficile ». Maintenant, il convient de préciser la notion de crise de liquidité qui peut être passagère pour certaines sociétés, drastique pour d'autres et conduire à la faillite. En revanche, la crise de liquidité peut être résolue par des financements existants comme : les emprunts bancaires voire obligataires, la cession des actifs, la titrisation des actifs, le raccourcissement des délais de paiement clients et l'allongement des délais de paiement fournisseurs. Elle peut nécessiter la réalisation de l'augmentation de capital et être motivée par le besoin de disposer des liquidités afin de réduire l'endettement. C'est l'objet de cette recherche dont le produit d'émission de l'augmentation de capital réalisée en situation difficile est alloué au remboursement des dettes. Il s'agit d'un travail original, nouveau en sciences de gestion et pourvoyeur de pistes de recherche. Les paradigmes théoriques qui seront mobilisés sont relatifs à la théorie d'agence, à la théorie de signalisation et à celle de la lecture optionnelle du bilan. Ces théories serviront à étayer l'objet de recherche et elles sont considérées comme centrales dans cette étude. Il convient de noter que le contexte difficile d'entreprise est lié à celui d'un environnement de marché dégradé où les cours sont baissiers et le risque de faillite sévit sur les sociétés.

0.1.2. La motivation de la recherche

Les sociétés endettées éprouvent de grandes difficultés de financement. Pour répondre à ce problème et assainir ces sociétés en difficulté financière, notre motivation réside la valorisation et dans l'étude de l'augmentation de capital. En effet, compte tenu de la situation économique et financière de ces sociétés, ce financement se révèle comme obligé et de dernier recours. La situation post-augmentation de capital devra révéler la performance induite par ce financement sur le cours boursier de ces sociétés. Cette performance est influencée par le contexte du lancement de l'opération. Comme l'affirmait Cadiou K. (2011) : « La performance est scellée à l'entreprise et à ses marchés et se mesure par la capacité d'adaptation, la flexibilité, le façonnage de l'environnement, la saisie d'opportunité, l'aptitude à se créer des options ». En revanche, notre performance sera mesurée par la rentabilité anormale constatée lors de l'opération d'augmentation de capital. Cette rentabilité peut revêtir plusieurs sens. Elle pourrait traduire l'anticipation de la création de valeur, l'existence des options de croissance sur ces titres en difficulté ou décotés, le lancement d'un projet à venir à

forte performance, la réduction de la décote financière voire la réduction du risque de faillite. Par ailleurs, cette performance calculée est financière et prend en compte les valeurs de marché et d'entreprise.

0.2. Les objectifs de la recherche

Cette recherche se fixe plusieurs objectifs dont la modélisation de la gestion des actions décotées. Pour y parvenir, deux approches d'analyses des données quantitatives et qualitatives seront abordées. La modèle de la recherche qui sera présenté, représente la synthèse des résultats de la thèse. Les autres objectifs de la recherche sont liés à l'analyse du risque de faillite pré et post-augmentation de capital, à la mesure de la performance à partir des analyses économiques, financières et boursières voire à partir de la mesure des impacts du lancement d'augmentation de capital sur le cours boursier. L'une des questions principales qui guidera cette recherche est formulée autour de l'analyse des conséquences de l'augmentation de capital pour les actionnaires anciens. Cette question sera reprise dans la problématique de cette introduction. En voulant synthétiser ces interrogations, le but de la recherche sera d'affirmer que l'augmentation de capital est adaptée à l'enlèvement du risque de faillite et à l'assainissement des sociétés endettées. Nous voulons modéliser ce processus et l'expliquer. Il nous semble à présent utile de préciser les objectifs poursuivis par la recherche, à savoir :

- Valoriser le financement par augmentation de capital comme un financement de dernier recours capable d'enlever le risque de faillite ;
- Affirmer à partir de la méthodologie d'événement que l'augmentation de capital est créatrice de valeur actionnariale en contexte difficile ;
- Démontrer que le financement par augmentation de capital provoque une profonde restructuration de la structure financière favorable aux actionnaires anciens et aux créanciers financiers de la société ;
- Profiler l'entreprise en situation difficile ;
- Modéliser la gestion des actions décotées.

Avant de formuler la problématique de cette recherche et d'affirmer la posture épistémologique, nous tenons à préciser l'intérêt de ce sujet pour la recherche.

0.2.1. L'intérêt de la recherche

L'intérêt de la recherche est double. En effet, il est avant tout académique parce qu'il recouvre une utilité théorique et méthodologique nécessaire à la création des connaissances en sciences de gestion. Enfin, il est pratique ou managérial.

0.2.1.1. L'intérêt académique de la recherche

Les augmentations de capital sont de diverses formes et ne font pas parties des opérations courantes dans la vie des entreprises. Par ailleurs, peu d'études académiques ont porté sur les augmentations de capital. Par exemple, à notre connaissance et à ce jour, aucune étude n'a porté sur les augmentations de capital réalisées en situation difficile dans le contexte français. L'intérêt académique trouve donc son origine et il est important. Par ailleurs, il convient de noter qu'il existe quelques travaux sur les augmentations de capital, parmi lesquels il y a ceux de DeAngelo, DeAngelo et Stulz (2010). De manière générale, la recherche s'intéresse à la mise en place de la procédure d'enlèvement du risque de faillite. Elle vise à étudier les déterminants de l'augmentation de capital et ses conséquences sur la valeur actionnariale. Elle cherche également à expliquer la réduction du risque de faillite à partir de l'augmentation de capital. L'appréciation de la perception de l'augmentation du capital par les actionnaires anciens minoritaires sera réalisée, ce qui constitue une valeur ajoutée. L'intérêt théorique consiste à améliorer la connaissance sur une problématique de gestion. Dans notre cas, il s'agit de créer de la connaissance sur les augmentations de capital. La création de connaissances suppose la mobilisation des théories pouvant permettre d'appréhender l'objet de recherche. Ainsi, pour étayer l'objet de recherche, nous nous servirons des théories de la structure financière pour développer cette recherche. Par ailleurs, les propositions qui seront présentées se focalisent autour de la mesure de la création ou de la destruction de la valeur actionnariale, de l'analyse de la réduction du risque de faillite et à l'analyse des options de l'actif économique. **Les méthodes de traitement et d'analyse des données se limiteront aux approches quantitatives et qualitatives et l'imbrication de ces deux méthodes constitue la triangulation des données.** La triangulation est utile, car elle permet de cerner le problème dans toute sa profondeur. Elle permet également de valoriser les résultats de la recherche en apportant plus de validité.

0.2.1.2. L'intérêt pratique de la recherche

L'intérêt managérial de cette thèse est lié au souhait de mettre en place un modèle général sur la gestion des actions des sociétés en difficulté financière, permettant à tout décideur de prendre connaissance du profil d'entreprise défaillante et de la procédure de gestion des actions décotées. La recherche a également pour utilité de mesurer les effets de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale. Cette valeur qui sera mesurée est financière. La position des investisseurs face à la stratégie de gestion des actions décotées sera précisée. L'intérêt de la recherche devra aussi indiquer l'apport du modèle de la recherche par rapport à la pratique des investisseurs. Le but sera d'apprécier la perception des investisseurs sur les enjeux (risques) de l'augmentation de capital.

0.2.2. La problématique de la recherche

La problématique générale de la recherche est double. **Il s'agit d'aboutir à l'analyse conceptuelle de l'augmentation de capital, à l'identification des signaux annonceurs de la situation difficile, à l'appréhension des notions de la situation difficile et d'entreprise en situation difficile, puis à la mesure de la valeur créée par l'opération d'augmentation de capital réalisée en situation difficile.**

Le premier volet de cette problématique (analyse d'augmentation de capital, identification des signaux de difficulté, appréhension des notions de la situation difficile et d'entreprise en situation difficile) nous conduit à formuler les questions de recherche suivantes :

- Quelles sont les caractéristiques de l'augmentation de capital ?
- Quels sont les signaux annonceurs de la situation difficile ?
- Quelle est la définition de l'entreprise en situation difficile ?
- Quels sont les paradigmes théoriques qui permettent d'élucider les augmentations de capital réalisées en situation difficile ?

Pour répondre à ces questions, nous établirons :

- Une revue de la littérature sur les concepts de l'augmentation de capital, de la difficulté financière, des signaux annonciateurs de la situation difficile et sur les théories financières afin d'expliquer les augmentations de capital réalisées en contexte difficile ;

- Une étude quantitative basée sur la lecture optionnelle du bilan afin de compléter la revue de la littérature. Plus particulièrement, nous chercherons à évaluer la position des actionnaires et des créanciers par rapport à l'entreprise en situation difficile ;

- Une étude exploratoire qui permettra d'arrêter les indicateurs de difficulté de cette recherche. C'est à partir de ces indicateurs que l'échantillon de la thèse (30 cas) sera constitué. L'étude exploratoire porte sur des données quantitatives.

Le deuxième volet de cette problématique (mesure de la valeur créée par l'augmentation de capital réalisée en situation difficile) implique la question de recherche suivante :

- Quelles sont les conséquences d'une augmentation de capital réalisée en situation difficile pour l'actionnaire ancien ?

Pour répondre à cette question, nous effectuerons :

- Une étude d'événement à partir d'un échantillon composé de 30 sociétés en situation difficile. Le but de la réalisation de cette méthodologie d'événement est de parvenir à affirmer à partir de ses résultats si l'opération d'augmentation de capital effectuée en situation difficile est créatrice ou destructrice de la valeur actionnariale. Cette étude à réaliser est quantitative ;

- Des analyses de sens à partir des données des entretiens semi-directifs recueillies auprès des gestionnaires d'actifs, afin d'analyser leur perception (ou leur attitude) sur la stratégie de gestion des actions des sociétés en situation difficile et sur le résultat de l'augmentation de capital réalisée en situation difficile. Les analyses textuelles lexicales seront également effectuées afin d'ajouter une mesure statistique aux analyses de sens et de lister les variables les plus significatives.

Il convient de préciser que cette thèse permet de mobiliser deux approches de traitements et d'analyses des données. L'approche quantitative sera essentiellement abordée à partir des analyses économiques, financières, boursières, optionnelles et à partir des études d'événement. L'approche qualitative sera effectuée à partir des analyses de sens et textuelles

lexicales. Par ailleurs, pour permettre la réalisation des analyses qualitatives, des entretiens semi-directifs ont été effectués auprès de deux gestionnaires d'actifs. Le lancement des analyses lexicales a nécessité l'utilisation d'un outil lexical appelé l'AFC (analyse factorielle des correspondances). Cette combinaison d'approches a permis d'expliquer le phénomène de recherche et de compléter la revue de la littérature sur le sujet.

En résumé, il convient de souligner que l'approche théorique ou conceptuelle s'intéressera à décrire les concepts de base qui constituent le fil conducteur dans la compréhension et dans le développement du sujet. Elle sera suivie par l'approche empirique qui est quantitative et qualitative. L'étude quantitative permettra d'apprécier la valeur créée ou détruite par le lancement de l'opération d'augmentations de capital. L'étude qualitative est nécessaire pour appréhender le sujet en profondeur. Elle sera réalisée à partir de la mesure de la perception des actionnaires minoritaires sur ces opérations. Ces études permettent d'aboutir à la modélisation de la gestion des actions décotées. **Par ailleurs, l'association des méthodes permet la triangulation des données.** Ainsi, le design de la triangulation est donné par la figure suivante (figure 0.2) :



Figure 0.2 : Le design de la méthodologie mixte

Dans la suite de cette introduction, nous allons exprimer notre posture épistémologique avant d'exposer l'architecture de la recherche et de clore l'introduction par le plan de la recherche.

0.2.3. La posture épistémologique de la recherche

Après avoir décrit le cheminement de la recherche doctorale, il implique de préciser la posture épistémologique. L'épistémologie a pour objet l'étude des sciences et s'interroge notamment sur la nature, sur la méthode et sur la valeur de la connaissance (Thiéart et al., 2003). L'intérêt de la réflexion épistémologique réside dans le fait qu'elle contribue à asseoir une vision et utilise une méthodologie pouvant permettre de proposer des résultats, de prédire et d'expliquer la réalité (Thiéart et al., 2003). Par ailleurs, le positionnement épistémologique

du chercheur est inévitablement influencé par son cadre de référence. **Par conséquent, le paradigme de la création de connaissance le plus adapté à cette recherche est le positivisme.** Selon ce paradigme, tout projet est soumis à son observation afin de produire de la connaissance qui doit être vérifiable par des hypothèses testées empiriquement et elles-mêmes réfutables (Popper, 1959). **Ce paradigme admet le critère de validité des données et la méthode déductive ou hypothético-déductive.** Cette logique suppose de poser des hypothèses à confronter ou à conformer à l'observation. Elle est également adaptée à l'approche quantitative. En outre, l'approche quantitative sera privilégiée dans cette recherche, mais nous n'excluons pas de recourir à une approche qualitative dans l'optique d'approfondir la compréhension sur l'objet de recherche. Quelques précisions peuvent être apportées sur le positionnement épistémologique. En effet, selon Guillemot (2010), le positionnement de la recherche aide à déterminer la problématique, les questions de recherche, la stratégie de recherche ainsi que les méthodes à déployer. L'auteur postule les assertions suivantes concernant le positionnement épistémologique positiviste :

- « le réel est régi par des lois immuables dont beaucoup prennent la forme de relations de cause à effet, observables et mesurables scientifiquement ;

- le chercheur doit se placer en position d'extériorité par rapport au phénomène étudié. La recherche vise à élaborer et tester des hypothèses à partir de théories aussi peu contextualisées que possible afin de pouvoir généraliser les résultats ».

En définitive, la posture épistémologique positiviste est celle qui guidera la création de connaissance suivant la démarche hypothético-déductive tout au long des observations de cette recherche. La démarche hypothético-déductive orientera les analyses de l'étude. Elle permettra de formuler des recommandations sur le plan méthodologique nécessaire à la création de connaissance sur le financement des entreprises en difficulté. Par ailleurs, du point de vue scientifique, l'objet est conquis à la vue du construit développé et évidemment constaté. Le construit a été mesuré à travers deux approches d'analyses des données. Toutefois, toute recherche nouvelle doit découler sur des propositions de base. Comme l'affirmait, Bachelard (1938), tout système de pensée fonctionne sur des hypothèses. Ainsi, la proposition principale de cette thèse est binaire. Elle correspond notamment à la mesure de la création ou de la destruction de la valeur actionnariale à observer lors du lancement de l'augmentation de capital.

0.3. L'architecture de la recherche

Cette recherche est divisée en deux titres. **Le premier titre a été nommé : « L'analyse exploratoire de l'augmentation de capital en situation difficile »**. Il est essentiellement conceptuel ou descriptif et tentera de répondre aux questions de recherche posées dans le premier volet de la problématique. **Le deuxième titre a été nommé : « L'essai de la généralisation de l'augmentation de capital en situation difficile : L'analyse confirmatoire »**. Il est empirique et proposera une réponse à la question de recherche posée dans le deuxième volet de la problématique.

Concernant le premier titre, il vise à établir une revue de la littérature sur les concepts clés de l'objet de recherche. Ce titre permet de contextualiser le sujet étudié et conforter la problématique de recherche. Il se divise en deux chapitres :

- **Le premier chapitre a été appelé : « L'approche conceptuelle de l'augmentation du capital en situation difficile »**. Il décrit les concepts nécessaires à l'étude et à l'appréhension de l'objet de recherche. Parmi les concepts décrits, il y a ceux qui sont relatifs à la restructuration financière, à la difficulté financière, aux variables annonciatrices des difficultés financières et à l'analyse de la lecture optionnelle de l'augmentation de capital. Ce chapitre dévoilera également les théories financières mobilisables dans le cadre de cette recherche.

- **Le deuxième chapitre est lié à : « L'étude exploratoire : Le cas CGG »**. Ce chapitre tentera d'affiner la délimitation du sujet de recherche et de proposer le cadre méthodologique qui sera suivi tout au long du déroulement de la recherche. Son objet fondamental est de tester empiriquement les concepts de la recherche. En effet, il permet à partir d'un cas unique de tester les méthodologies qui seront généralisées dans le chapitre suivant. Ce chapitre permettra également de profiler l'entreprise en difficulté financière et valorisera les variables annonciatrices de la situation difficile. Par ailleurs, il servira à mesurer la performance créée par l'opération d'augmentation de capital à partir des analyses économique, financière, boursière et d'étude d'événement. En réalité, ce chapitre est complémentaire au premier. Il associe la description et l'empirique.

Arrivée à ce stade d'avancement de la recherche, les concepts clés ont été précisés et les propositions ont été formulées. Il convient à présent de tester l'objet de recherche et d'indiquer les résultats en les interprétant. C'est l'objet du deuxième titre. Ce titre affiche une

autre finalité, celle de réaliser les études confirmatoires et de modéliser le phénomène étudié. Comme le premier titre, celui-ci se répartit en deux chapitres, le troisième et le quatrième.

- **Le troisième chapitre a été appelé : « Les effets d'annonce de l'augmentation du capital en situation difficile : L'essai de la généralisation ».** Ce chapitre est quantitatif et a pour objet la mesure de la création ou de la destruction de la valeur actionnariale observée lors de l'augmentation de capital effectuée en contexte difficile. Il s'agit de mesurer la performance financière enregistrée par les entreprises en difficulté financière ayant opté pour l'augmentation de capital comme la mesure de recapitalisation et d'assainissement de leur difficulté, leur permettant de parer à la faillite. Pour y arriver, les études d'événement seront réalisées. Par ailleurs, les résultats qui découleront ces études d'événement seront testés à partir des tests t de Student et de Z de Wilcoxon. Ces tests analysent la qualité des résultats et mesurent la significativité statistique de ces résultats. Un tableau récapitulatif sur les résultats significatifs sera présenté à la fin de ce chapitre.

- **Le quatrième chapitre a été nommé : « L'analyse de l'augmentation de capital par les investisseurs particuliers : La triangulation des données quantitatives et qualitatives ».** Ce dernier est essentiellement qualitatif.

Il se fixe pour ambition d'apprécier la perception (les réactions ou les attitudes) des actionnaires anciens minoritaires sur les augmentations de capital réalisées en situation difficile. Plus exactement, il sera question d'analyser la stratégie des actionnaires anciens minoritaires face aux actions décotées, de recueillir leur point de vue sur la mesure de la performance induite par ces opérations, d'analyser de manière pratique les enjeux de la lecture optionnelle du bilan et l'importance de la communication financière. Ainsi, pour atteindre ces objectifs, les analyses de sens et lexicales textuelles sont effectuées. Un tableau de synthèse sur les résultats de sens est présenté. L'analyse factorielle des correspondances (AFC) qui émane des analyses textuelles est également exposée. Cette AFC permet de distinguer les classes de mots les plus significatifs des analyses qualitatives. En outre, nous indiquons que les données ayant permis de réaliser les analyses qualitatives proviennent des entretiens semi-directifs réalisés avec les actionnaires anciens minoritaires. A la fin de ce chapitre, le modèle général de la recherche sera établi. Ce modèle illustre la finalité de la recherche. Il récapitule les résultats de la recherche.

La conclusion générale synthétisera les résultats de la recherche et soulignera les apports à la fois académiques et managériaux de la recherche. Ensuite, les limites ce travail seront

évoquées. La recherche se terminera par la présentation des voies de recherche futures. **Le plan de la recherche (figure 0.3) est présenté à la page suivante :**

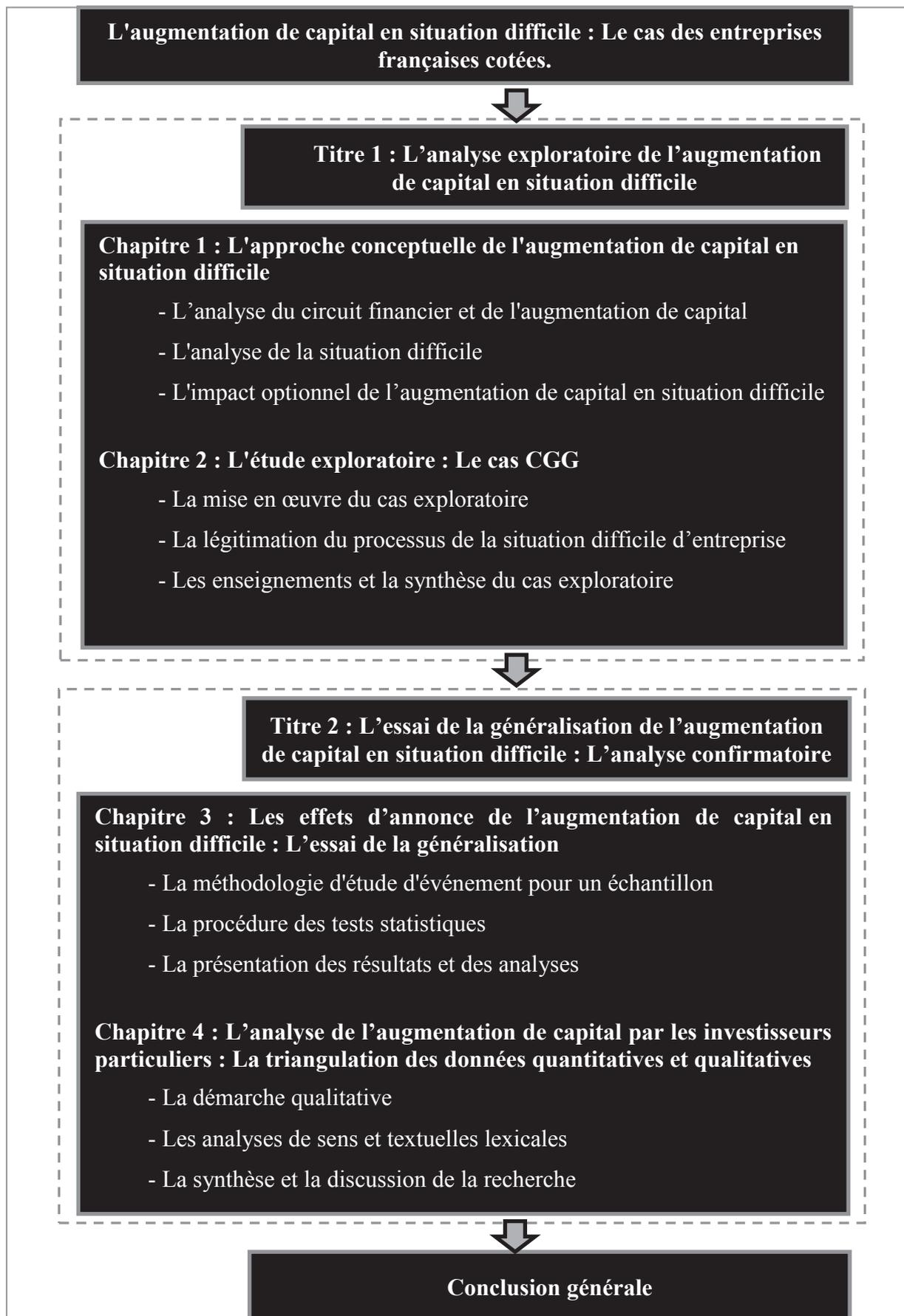


Figure 0.3 : L'architecture de la thèse

**TITRE 1 : L'ANALYSE EXPLORATOIRE DE
L'AUGMENTATION DE CAPITAL EN SITUATION
DIFFICILE**

TITRE 1 : L'ANALYSE EXPLORATOIRE DE L'AUGMENTATION DE CAPITAL EN SITUATION DIFFICILE

Introduction du titre 1

Dans ce titre, nous allons répondre au premier volet de la problématique de recherche qui consiste premièrement à poser les concepts nécessaires à l'appréhension de l'augmentation de capital en situation difficile d'entreprise. Deuxièmement, nous réaliserons une étude exploratoire permettant d'affiner voire de conforter la délimitation du sujet de recherche et d'élaborer un protocole méthodologique qui sera repris dans une optique de généralisation à un échantillon plus large. L'étude exploratoire produite, confortera la problématique de recherche et les théories de la recherche. La structuration de ce titre se décline en deux chapitres principaux :

Le premier chapitre est essentiellement conceptuel voire descriptif. Nous voudrions dans ce chapitre distinguer trois sections principales. La première section analysera le circuit financier et l'augmentation de capital. Dans la première partie de cette section, nous décrirons le circuit financier et les agents qui interviennent dans le processus d'augmentation de capital. En effet, le circuit financier est un fil conducteur qui permet de repérer le problème à étudier et d'énoncer les concepts qui seront examinés empiriquement. La deuxième partie de la section sera consacrée à l'analyse de l'augmentation de capital avec les droits de souscription. Nous développerons dans ce titre, les caractéristiques de l'augmentation de capital, sa finalité et les risques de la recapitalisation. La deuxième section sera consacrée à l'analyse de la situation difficile. Nous circonscribons la situation difficile d'entreprise à partir des concepts de la restructuration financière, de difficulté financière et des signaux annonciateurs de la situation difficile. Nous proposerons également la définition de l'entreprise en situation difficile. Ensuite, nous procéderons à la présentation des théories mobilisables dans le cadre de cette recherche. La troisième section est liée à la littérature relative aux conséquences optionnelles de l'augmentation de capital sur la structure de financement. Il s'agira d'analyser les impacts de la recapitalisation sur les capitaux propres et sur les dettes. C'est ainsi que nous indiquerons la position des actionnaires et des créanciers face à la difficulté financière qui

sévit la société. Ensuite, nous développerons la théorie de la lecture optionnelle du bilan sur la structure de financement. Cette section s'arrêtera à la présentation des autres articles de référence ayant permis de comprendre le phénomène étudié.

Le deuxième chapitre est essentiellement exploratoire. Il portera sur un cas exploratoire qui est celui de CGG. Son objet est de tester les concepts posés dans le chapitre précédent et d'élaborer un protocole méthodologique et empirique. Il permettra également d'affiner la délimitation du sujet de recherche. Par ailleurs, il corroborera les théories déployées dans le chapitre précédent et confirmera la problématique de recherche. Comme dans le chapitre précédent, celui-ci se morcèle en trois sections. La première portera sur la mise en œuvre du cas exploratoire. Elle aura pour but de justifier le choix de la méthode de recherche par une étude de cas exploratoire et de présenter le cas CGG. En effet, la recherche par l'étude de cas tente de décrire, d'expliquer, de prédire et de contrôler les processus inhérents à de divers phénomènes que ces derniers soient individuels ou d'une organisation. Concernant les éléments nécessaires à la prise de connaissance du cas exploratoire, ils ont un caractère général et sont liés à l'histoire et à l'évolution d'activité. La deuxième section du chapitre est dédiée à la légitimation de l'objet de recherche, c'est-à-dire à l'analyse du processus de la situation difficile d'entreprise. Cette section sera analysée chronologiquement suivant trois phases. La première étudiera méthodiquement les causes comptables, financières et boursières de la situation difficile d'entreprise pré-augmentation de capital. Il s'agit de dénombrer les variables annonciatrices des difficultés financières, de profiler la société en difficulté et d'évaluer la probabilité de faillite. La deuxième phase de la section mesurera les réactions des actionnaires anciens pendant l'augmentation de capital réalisée en contexte difficile. Différentes notions seront précisées telles que : la présentation des caractéristiques de l'augmentation de capital, la mesure de la dilution et la mesure de la création ou de la destruction de la valeur actionnariale à partir des effets d'annonce. En effet, les effets d'annonce seront étudiés à partir d'un cas unique et l'objet sera de tester la méthodologie d'événement dans le contexte difficile. En revanche, elle sera dupliquée sur un échantillon plus large dans le chapitre 3 qui servira d'étude confirmatoire. Dans la troisième section de ce chapitre 2, nous arborerons les enseignements et la synthèse du cas exploratoire.

En résumé, ce titre permet d'affermir le sujet de recherche en le décrivant et en confortant sa délimitation. Il permet également de tester les concepts et la méthodologie de la recherche. Le titre suivant est consacré à la généralisation de la méthodologie de la recherche. Elle déploiera également une analyse mixte.

Chapitre 1 : L'approche conceptuelle de l'augmentation de capital en situation difficile

L'objet de ce chapitre est d'étudier le cadre conceptuel de l'augmentation de capital en situation difficile d'entreprise. L'étude de ce chapitre débutera par l'analyse de l'influence de l'augmentation de capital dans le circuit financier. Elle se poursuivra avec l'analyse des caractéristiques de l'augmentation de capital et de la situation difficile. Elle étudiera en dernier, l'impact optionnel de l'augmentation de capital sur les capitaux propres et sur les dettes. En effet, à travers ce chapitre nous cherchons à étudier implicitement la difficulté financière, la situation difficile et les causes qui les expliquent. Cette étude est conceptuelle. Elle est entièrement descriptive et pose les variables de base nécessaires à la compréhension du sujet de recherche (les augmentations de capital en situation difficile). Ces variables seront testées empiriquement dans le chapitre suivant. Si ce chapitre est essentiellement conceptuel (il énonce l'ancrage théorique), le second est un approfondissement exploratoire et il se distingue du premier par l'affinement de la délimitation du sujet, par la fixation du protocole méthodologique et empirique nécessaires à la poursuite de cette recherche.

Ainsi, entamons la rédaction de la revue de littérature par l'analyse du circuit financier et de l'augmentation de capital.

1.1. Section n° 1 : L'analyse du circuit financier et de l'augmentation de capital

1.1.1. Le circuit financier

La description du circuit de l'entreprise est indispensable, car il élucide les flux d'activité de l'entreprise et met en évidence ses relations en interaction avec ses partenaires sociaux-économiques. Le circuit que nous étudions est le circuit financier qui permet d'analyser les décisions de financement. A travers ce circuit nous expliquons les effets de l'augmentation de capital sur la zone de gestion de risques. En effet, cette zone constitue la structure de financement qui se compose des capitaux propres et des dettes. Son évaluation permet d'appréhender les risques financier et de faillite. L'augmentation de capital effectuée est sensée éliminer ses risques. Ces risques résultent de l'existence d'un endettement largement

supérieur aux capitaux propres. Ci-après, nous exposons et décrivons le circuit financier sous l'angle de l'augmentation de capital (figure 0.4).

1.1.1.1. La description du circuit financier

L'entreprise est une organisation interne et externe qui réalise ses activités avec les différentes parties prenantes. Elle décide en fonction de sa situation financière et des attentes de ses partenaires notamment les actionnaires. Ci-après est schématisé le circuit financier.

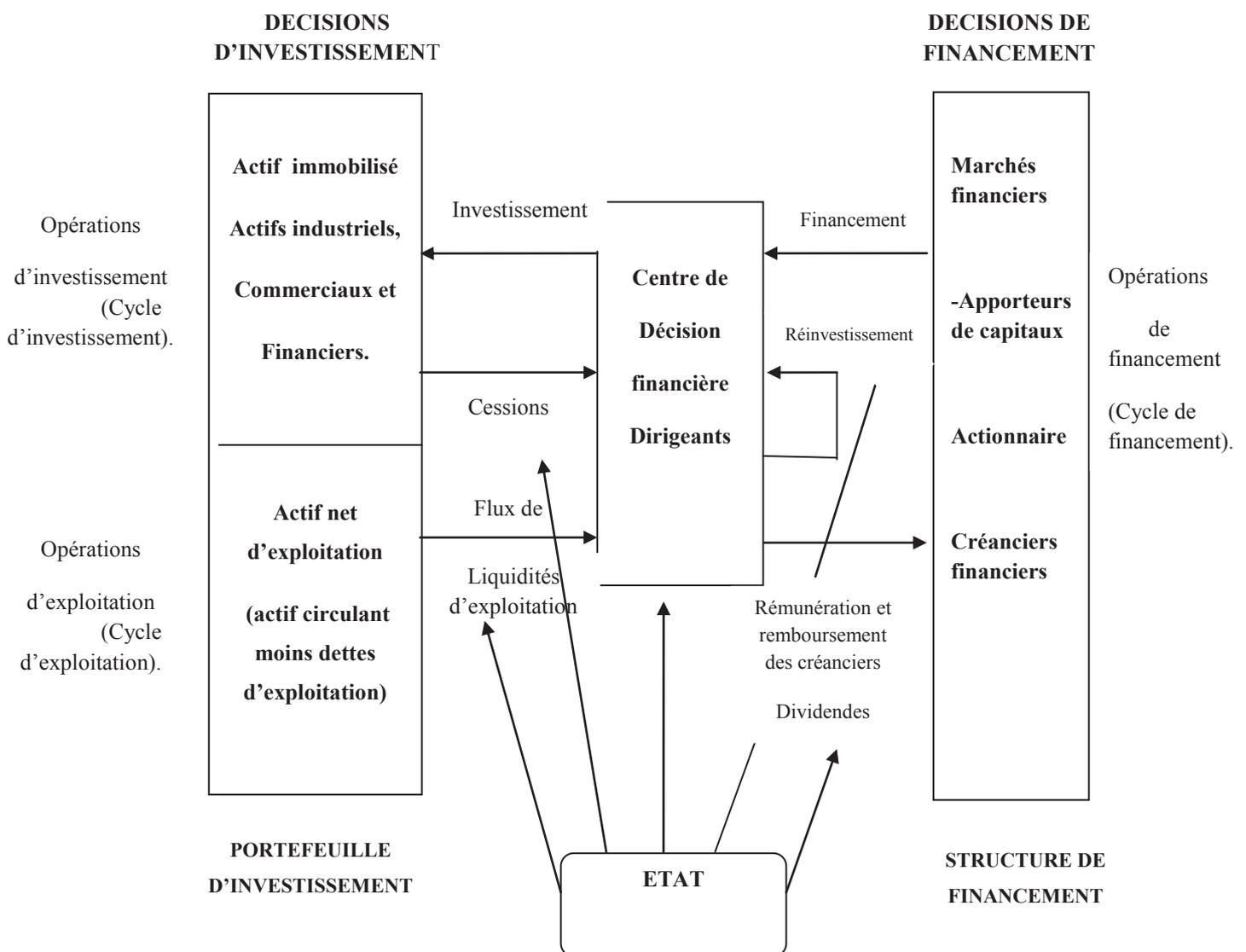


Figure 0.4 : La description du circuit financier²

² Cadiou C. (1990), Le redéploiement stratégique de l'entreprise, Les Editions d'Organisation, p. 28.

➤ *Analyse de l'impact de l'augmentation de capital sur le circuit financier*

Le circuit financier présenté (figure 0.4), exprime d'un côté les investissements et les actifs d'exploitation de la société et de l'autre côté les moyens de financements. A présent, nous allons tâcher d'évaluer l'impact de l'augmentation de capital sur la structure de financement (zone de gestion de risques financier et de faillite).

Nous tenons à préciser que la structure de financement est constituée par les apports des apporteurs de ressources qui sont les actionnaires anciens et les créanciers financiers. La souscription à l'augmentation de capital est réalisée par les actionnaires anciens. En effet, toute souscription d'actions augmente les capitaux propres, ce qui permet de revaloriser les capitaux propres. Cette augmentation des capitaux propres s'assimile à la recapitalisation de la société. Il convient d'affirmer que la recapitalisation des capitaux propres a une influence directe sur la réduction du risque financier, car la société est mieux valorisée et son risque de faillite s'est amélioré. En réalité, plus les capitaux propres sont plus élevés que les dettes, plus le levier financier est meilleur et les chances de remboursement des dettes sont grandes. **Par ailleurs, si le produit d'émission d'augmentation de capital est destiné au remboursement des dettes comme c'est le cas dans cette recherche, cela va davantage favoriser l'enlèvement du risque de faillite qui pèse sur la société. Les effets mécaniques de la recapitalisation sur la structure de financement sont manifestes et s'expliquent par la revalorisation de la valeur des capitaux propres et des dettes ainsi que par l'enlèvement du risque de faillite.** Ces constatations sont théoriques et il reste donc à les mesurer. A présent, il est possible de caractériser brièvement la situation difficile d'entreprise par le surendettement, par la faiblesse du capital social et par l'existence du risque de faillite. Il est également possible de noter que le désendettement est synonyme de l'éloignement de la pression temporelle des créanciers sur la société, ce qui est favorable aux actionnaires.

Suivant les assertions théoriques ci-dessus, il convient d'appréhender l'augmentation de capital comme une source de financement qui élucide la gestion du risque de faillite, qui conforte les créanciers sur le remboursement de leurs créances et qui favorise la sauvegarde de la société. Décrivons dans la suite les principaux agents qui interviennent dans le processus de l'augmentation de capital.

1.1.1.2. Les catégories d'agents dans le circuit financier

Le circuit financier étudié fait intervenir principalement quatre catégories d'agents à savoir : l'actionnaire ancien, le dirigeant de la société, le créancier financier et l'Etat. **Suivant le contexte de la recherche, nous nous focalisons sur l'actionnaire ancien qui constitue le principal souscripteur de l'opération.** L'augmentation de capital étudiée, nous la qualifions de dernier recours et obligée pour les actionnaires anciens, car la survie de la société dépend de leur participation à la souscription d'actions nouvelles. Dans le cas contraire, la société fait faillite et les créanciers s'approprient ses actifs. L'actionnaire est décrit comme le propriétaire des actifs de la société. Il assume le risque résiduel qui peut affecter son bénéfice. Il est rémunéré en fonction du risque qu'il prend et perçoit in fine soit le dividende, soit la plus-value sur la cession du titre. Il convient de noter que le risque est apprécié en fonction de l'évolution du cours si la société est cotée ou par la valeur mathématique comptable si elle ne l'est pas. Concernant les créanciers financiers, ils n'interviennent pas dans le processus d'augmentation de capital, car ils sont les dépositaires des créances et non les propriétaires des actions. En revanche, la relation qui lie le créancier à l'actionnaire ou au dirigeant est bilatérale. Cette relation sera analysée à partir de la lecture optionnelle du bilan. Intéressons-nous à présent aux différentes catégories des actionnaires anciens.

1.1.1.2.1. Les actionnaires anciens majoritaires

Ces actionnaires détiennent le contrôle de la société et ils sont appelés « contrôlaires ». En effet, en contexte difficile d'entreprise ces actionnaires sont encouragés à suivre l'opération en souscrivant l'opération d'augmentation de capital, ceci afin de permettre à la société de ne pas faire faillite et de préserver par conséquent leurs actifs. Ils sont considérés comme les financeurs légitimes et potentiels car les créanciers ne voudront pas prendre de risque supplémentaire en contexte difficile d'entreprise en la finançant. L'augmentation de capital peut s'analyser comme une opportunité pour ces actionnaires anciens, car ils souscriront à un prix faible et pourraient faire valoir leurs droits de souscription. Elle peut malheureusement freiner leurs intentions de souscription à cause de la dilution. Malgré tout, la dilution restera mesurée ou limitée si ces actionnaires anciens participent à hauteur de leurs participations détenues et en rajoutant de l'argent frais afin de conserver au moins leur pourcentage ancien de détention au capital.

1.1.1.2.2. Les actionnaires anciens minoritaires

Ces actionnaires constituent le flottant et il peut s'agir des sociétés de gestion ou du public. Les sociétés de gestion servent à gérer des portefeuilles de gestion de titres appartenant à des clients et elles sont à la recherche de la surperformance. Ces portefeuilles de titres sont gérés par des gestionnaires d'actifs. La relation qui lie le client à la société de gestion est une relation de mandat. Par ailleurs, contrairement aux actionnaires anciens majoritaires, les actionnaires anciens minoritaires sont plus exposés à la dilution et risquent la perte partielle voire totale de leurs participations, car ils détiennent un faible taux de détention au capital. Il est donc dans leur intérêt de suivre l'augmentation de capital et que la société soit recapitalisée. Le fort taux de souscription des majoritaires peut également les inciter à la souscription.

Dans la suite, les concepts relatifs à l'augmentation de capital, à ses caractéristiques et à la situation difficile vont être expliqués.

1.1.2. L'augmentation de capital avec les droits de souscription

Les entreprises en difficulté peuvent engager des mesures de restructuration opérationnelles (Gilson, 1989), organisationnelles (Wruck, 1990) voire financières (Gilson et al., 1990). Les mesures organisationnelles et opérationnelles se traduisent par : la réorganisation de l'entreprise, la réduction des coûts, les désinvestissements et les licenciements (John et al., 1992). Les mesures financières sont relatives à la renégociation de la dette, à l'augmentation de capital et à la modification de la politique de dividende. **De toutes ces différentes mesures, c'est l'augmentation de capital que nous avons choisie pour répondre à la situation difficile.** Le financement de cette opération est flexible et s'obtient dans les délais. Elle est adaptée au problème du désendettement de la structure de financement et à celui de la gestion du risque de faillite. Ce type de financement peut contribuer à restructurer l'équilibre de la structure financière. Par ailleurs, nous notons qu'il n'est pas exclu qu'une société engage un panel de mesures de restructuration en cas de difficultés importantes dont le but serait de profiter et de mesurer la complémentarité entre les différentes sources de financement (Ofek, 1993). Ginglinger (1984) a notamment montré sur un échantillon large d'entreprises industrielles ayant réalisé des augmentations de capital en numéraire, que 17,7% sont réalisées par des sociétés très endettées qui se voient contraintes d'augmenter leurs capitaux

propres afin d'éponger leurs pertes, de reconstituer leur fonds de roulement et de créer un nouvel équilibre de leur structure financière. L'auteur précise que l'augmentation de capital est assimilée à une opération de dernier « recours » qui doit permettre de franchir un « cap difficile ». Cette recherche doctorale s'inscrit dans cette vision. Suite à la vision de Ginglinger, Jensen (1989) affirme que la restructuration de la dette serait fréquente si les firmes connaissaient une brusque mais brève contre-performance. Par ailleurs, les augmentations de capital sont des opérations risquées et dilutives.

Le montage financier de l'augmentation de capital est souple et son lancement est facilité par la structure actionnariale de la société. Ainsi, la nature de la structure actionnariale et le contexte de la réalisation de l'opération sont des éléments qui peuvent favoriser sa réussite. Jensen (1989) a admis que la structure actionnariale des sociétés en difficulté influence la mesure de restructuration. Par définition, l'actionnariat est un concept triple qui fait référence à l'implication du dirigeant au capital, à la concentration de la structure de propriété et à la nature des actionnaires (dirigeants, financiers et institutionnels). Séverin et Dhennin (2003) à la suite du raisonnement de Jensen (1989), ont affirmé : « les restructurations seraient préférables à la défaillance si la valeur de continuation de la firme est beaucoup plus élevée que sa valeur de liquidation ». Ainsi, les entreprises défaillantes ne tarderaient pas à se restructurer au risque de tomber sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire. Dans leurs travaux, Séverin et Dhennin (2003) ont également identifié des variables capables de mesurer l'influence de la structure actionnariale sur la mesure de restructuration. Parmi ces variables, ils citent : le levier financier, la concentration de l'actionnariat, la maturité de l'endettement, la participation du dirigeant au capital ainsi que les variables de contrôle. Compte tenu de l'objet de recherche, toutes ces variables ne seront pas étudiées. Nous tenons à préciser que la maturité de l'endettement s'appuie sur la proportion des dettes à court terme dans le volume des dettes financières pour rendre compte du degré d'exigibilité des dettes et de la probabilité de leur non remboursement. Cette variable ne sera pas étudiée, car le sujet ne traite pas explicitement les dettes et ne les distingue pas forcément. Concernant le dirigeant, n'étant pas un souscripteur privilégié ou potentiel à l'opération, il n'importe pas de l'étudier. Les variables de contrôle sont constituées par la composition du conseil d'administration et par sa taille.

Ainsi, exposons à présent les variables pouvant avoir une influence sur l'augmentation de capital, avant de poursuivre sur les caractéristiques de l'augmentation de capital et sur les risques de la recapitalisation.

1.1.2.1. Les variables ayant une influence sur l'augmentation de capital

➤ Le levier financier

Le levier financier est une variable importante dans la détermination de la structure du capital. Elle définit l'ampleur du lancement de l'augmentation de capital (ou de la recapitalisation). Il s'obtient par le rapport des dettes financières en valeur comptable sur les fonds propres en valeur comptable (Charreaux, 1997). Ce rapport représente le bras de levier. Par ailleurs, il convient de noter que le seuil du levier financier n'est pas crucial, car son utilité est fonction des considérations qui lui sont attribuées par les créanciers financiers et les actionnaires. En outre, le niveau du levier financier véhicule une image sur la qualité de la structure financière et donne un signal sur les difficultés de la société. Il s'agit d'un ratio qui est interprété différemment suivant son seuil et s'il est supérieur à 1, cela signifie que les dettes financières ne sont pas entièrement couvertes par les fonds propres et par conséquent la société est endettée (ou surendettée). En revanche, le surendettement est susceptible de conduire à des difficultés de remboursement de la dette et peut engendrer une éventuelle faillite.

➤ La concentration de l'actionariat

La concentration du capital est un élément favorable à l'exercice d'un contrôle efficace par les actionnaires (Séverin et Dhennin, 2003). En effet, elle est caractérisée par des pourcentages importants de la détention du capital (Fama, 1980)³. Par ailleurs, cette concentration de la propriété peut favoriser le lancement de l'augmentation de capital et avoir un impact sur la performance. L'impact, s'il est positif peut favoriser la convergence d'intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). S'il est négatif, le cours sera affecté et il est possible que les dirigeants soient enclins de prendre des décisions en leur faveur en contrôlant la concentration de la propriété (Jensen et Meckling, 1976).

³ Selon Fama (1980), le pourcentage de détention doit jouer favorablement sur la restauration des performances et plus particulièrement dans les sociétés managériales.

1.1.2.2. Les caractéristiques de l'augmentation de capital

Les caractéristiques économiques et financières de l'augmentation de capital ainsi que son contexte de réalisation sont déterminants pour son lancement. En effet, en contexte difficile d'entreprise, il est probable que les actionnaires anciens soient les souscripteurs potentiels de l'émission d'actions nouvelles. Cela leur permet d'assurer la sauvegarde de leur société. Ainsi, ils participeront à l'opération à hauteur de leur droit détenu dans le capital. Cette participation symbolise la confiance et la croyance des actionnaires anciens envers le plan de recapitalisation. Ce plan est un projet qui définit le lancement de l'opération et le retour à la performance.

Dans la suite, nous allons définir l'augmentation de capital et fixer son objet avant d'exposer ses caractéristiques.

1.1.2.3. La définition et l'objet de l'augmentation de capital

L'augmentation de capital est une vente d'action qui engendre un produit d'émission qui sera mis à la disposition du projet et peut provoquer par la même une nouvelle répartition du contrôle sur l'entreprise due à une base élargie des capitaux (Quiry et Le Fur, 2009)⁴. Cette opération est un moyen de modifier le contrôle de la propriété entre la dilution et la relation ainsi que de faire évoluer la nature et le partage des risques de la structure financière. Par ailleurs, il est utile de signifier que l'utilisation du financement procuré par l'augmentation de capital est déterminante entre la recapitalisation, le remboursement des dettes et l'investissement. **En revanche, dans cette recherche, c'est le remboursement des dettes qui est préféré. En effet, le remboursement des dettes réduit la probabilité de non remboursement des dettes et améliore l'indépendance financière de la société envers ses créanciers financiers.** C'est ainsi que les sociétés endettées, pour s'assainir financièrement, vont recapitaliser leur structure financière et rembourser leurs dettes afin de rehausser leur sécurité financière, d'où l'utilité de l'augmentation de capital. Gauthier (1991) précise que l'indépendance d'une entreprise peut s'analyser au niveau financier et au niveau du contrôle du pouvoir de décision. Il convient aussi de noter que l'augmentation de capital peut être bien vue en termes de fiscalité.

⁴ Quiry P. et Le Fur Y. (2009), Finance d'entreprise, de Pierre Vernimmen, Dalloz, 2009.

1.1.2.4. Les fonds propres

Gauthier (1991)⁵ dans son ouvrage définit les capitaux propres comme de l'argent appartenant aux actionnaires par opposition à de l'argent emprunté. Juridiquement, les fonds propres s'identifient à la notion de passif non exigible c'est-à-dire le passif qui joue le rôle d'amortisseur en cas de liquidation d'entreprise entre le passif exigible de la valeur certaine et de la valeur de réalisation de l'actif. Cette définition correspond à celle des capitaux propres retenue au niveau comptable. Au bilan, les capitaux propres⁶ proviennent de la différence entre l'expression comptable d'une part de l'ensemble des éléments d'actifs de l'entreprise et d'autre part de l'ensemble des éléments du passif. Le passif du bilan fait apparaître successivement au moins les éléments suivants : les capitaux propres, les autres fonds propres, les provisions pour risques et charges, les dettes, les comptes de régularisation et les écarts de conversion. De l'expression « autres fonds propres », il en résulte sur le plan comptable que l'ensemble des fonds propres⁷ soit constitué par les capitaux propres et par les autres fonds propres. En effet, les capitaux propres appartiennent aux actionnaires de l'entreprise et la propriété est répartie entre ces derniers. Les autres fonds propres, c'est-à-dire les titres participatifs et les avances conditionnées n'appartiennent pas à l'entreprise.

1.1.2.5. La répartition des droits de propriété

La participation au capital assure une grande efficacité économique. Cette participation au capital est fonction du prorata des droits de propriété détenus par les actionnaires. Il en résulte que la répartition des flux résiduels générés par une entreprise est strictement proportionnelle aux participations donc aux capitaux propres de ces différents actionnaires. Le problème du pouvoir ainsi que de son exercice ne se pose pas. La question de la répartition des droits est cruciale en cas de conflits potentiels ou de désaccord entre les agents économiques. En ce qui

⁵ Jack Gauthier (1991), Augmentation des fonds propres, Editions comptables malesherbes.

⁶ Les capitaux propres correspondent à la somme algébrique du capital social, des primes d'émission et primes assimilées, des écarts de réévaluation, du résultat de l'exercice, des subventions d'investissement et provisions réglementées, ainsi que des réserves. Jack Gauthier (1991), définit le capital social de manière restrictive, comme la somme des valeurs dont la propriété a été transférée à la société par le ou les associés (en nature ou en numéraire). Les apports en jouissance ou en industrie ne contribuent pas à la formation du capital social.

⁷ Cette définition comptable des fonds propres permet de les délimiter, en vue de l'application des mesures juridiques et fiscales (Jack Gauthier, 1991).

concerne les droits de propriété, plus précisément les droits de souscription, ils sont utilisés lors de l'augmentation de capital en permettant à ses détenteurs de souscrire prioritairement à l'émission d'actions nouvelles. Cette émission n'a lieu que si les décideurs habilités garantissent l'émission par le moyen des droits de vote⁸. Le droit de vote confère à l'actionnaire, la possibilité de participer aux décisions de l'entreprise et éventuellement de choisir ses dirigeants. Concernant la quantification des droits de propriété, il convient de les appréhender comme des droits pécuniaires ou non attachés aux actions et qui sont comme des actions également négociables en bourse. Les droits pécuniaires sont constitués par les droits de souscription, les droits d'attribution et les certificats d'investissements. Les droits non pécuniaires sont en général les droits sans vote. Par ailleurs, nous notons que les actionnaires majoritaires contrôlent l'actionnariat et ils peuvent détenir un pourcentage élevé des droits de vote qui soit même supérieur à leur part dans le capital. Ce phénomène désigne la séparation entre la propriété du capital et le contrôle des votes.

1.1.2.6. Le droit préférentiel de souscription (DPS)

Le droit préférentiel de souscription ou le DPS est un droit de priorité, un avantage attribué aux actionnaires actuels de la société détenteurs des actions, d'agir en leur propre nom ou par délégation de pouvoirs ou de droit accordé cette fois à un mandataire le pouvoir de participer à une opération sur les titres financiers (Gauthier, 1991). **En effet, l'augmentation de capital étudiée est réalisée avec les DPS.**

Le conseil d'administration tant qu'unité du gouvernement d'entreprise est habilité à convoquer une assemblée générale ordinaire (AGO) ou une assemblée générale extraordinaire

⁸ Le droit de vote est attaché à une action et exercé lors des assemblées générales. Il permet à son détenteur de participer aux principales décisions de l'entreprise. Une action peut se voir attacher un droit de vote simple, double ou aucun droit de vote et seuls les actionnaires peuvent détenir des droits de vote. Contrairement aux créanciers, ils ne bénéficient en effet d'aucune garantie de remboursement et partagent le risque de l'entreprise. Consulté sur Les Echos.fr, le 03 novembre 2015 : http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_droit-de-vote.html.

Par ailleurs, la question sur la répartition des droits de vote, permet aux actionnaires minoritaires ne participant pas au conseil d'administration, de demander une répartition de ces droits au prorata de la participation au capital, au nom de la transparence, de l'équité, et de façon à éviter qu'une partie des ressources de l'entreprise ne soit accaparée par une minorité active. En revanche, c'est aussi une manière de préserver le contrôle de la société.

(AGE) des actionnaires, afin de fixer les caractéristiques et les modalités du lancement de l'opération sur les titres. Le conseil d'administration et le directoire d'entreprise ont la même fonction. Par ailleurs, nous notons que l'augmentation de capital étudiée est réalisée à titre réductible et irréductible. Ainsi, l'AGO des actionnaires qui décide de l'augmentation de capital⁹ avec les DPS à titre réductible, signifie que la souscription des titres est réservée aux actionnaires anciens sauf s'ils décident de les céder aux investisseurs nouveaux. L'AGO a le pouvoir de faire rentrer de nouveaux investisseurs dénommés dans le capital, si le DPS à titre irréductible est supprimé. Dans le cas de la cession ou de la renonciation aux droits de souscription, l'AGO est l'organe chargé de décider de leur affectation. La renonciation des droits par les actionnaires anciens permet d'accélérer le lancement de l'opération et de boucler par anticipation le délai de souscription (Gauthier, 1991). La suppression du DPS n'est pas forcément un inconvénient si les investisseurs potentiels subsistent, sauf qu'en contexte difficile, les actionnaires anciens sont plus disposés à soutenir leur société, car ils connaissent ses perspectives.

Concernant les DPS, ils ont une valeur. Ce droit est celui qui équilibre la souscription en termes de prix envers les actionnaires anciens et nouveaux, en permettant aux anciens de souscrire prioritairement à l'opération. Il s'agit d'un avantage accordé aux actionnaires anciens, en leur permettant d'une part de préserver le contrôle et d'autre part de souscrire à l'émission à un prix inférieur à la valeur réelle des actions. **Dès lors que l'opération privilégie les actionnaires anciens qui sont supposés souscrire en grande partie aux actions émises, laissant de fait qu'une faible place à l'entrée de nouveaux partenaires financiers, la méthode de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription s'impose.** Les caractéristiques de l'opération doivent être bien définies comme le prix d'émission, la valeur théorique du droit préférentiel de souscription, la période de souscription, la date de jouissance des actions nouvelles ainsi que la forme d'augmentation de capital. Le tableau ci-dessous (tableau 0.1) résume les aspects d'utilisation du droit de souscription par les souscripteurs :

⁹ L'augmentation de capital est désignée dans cette recherche par le sigle dk.

Souscripteur privilégié	Présence sur le marché
Actionnaires anciens	- Avec DPS - Prix d'émission décoté par rapport au cours
Actionnaires nouveaux	- Sans DPS - Prix d'émission proche du cours - Possibilité de réservation

Tableau 0.1 : Le choix d'utilisation du DPS par les souscripteurs¹⁰

1.1.2.7. La dilution du contrôle

La dilution du contrôle est la réduction des droits sur l'entreprise subie par un actionnaire pour qui l'augmentation de capital n'entraîne ni entrée ni sortie de fonds (Quiry et Le Fur, 2009). En revanche, il convient de dissocier les analyses avec ou sans droit afin de mesurer la dilution réelle. Ci-après, les différentes possibilités :

- *En l'absence des droits, la dilution du contrôle se calcule comme suit :*

$$DRC = \frac{\text{Nombre d'actions nouvelles}}{\text{Nombre d'actions anciennes} + \text{Nombre d'actions nouvelles}} = \frac{An}{Aa + An}$$

- *En présence des droits, la dilution du contrôle est obtenue par les expressions suivantes :*

$$DRC = \frac{\text{Nombre d'actions nouvelles}}{\text{Nombre d'actions anciennes} + \text{Nombre d'actions nouvelles}} = \frac{Ana}{Aa + An}$$

=

1

$$\frac{\text{Nombre d'actions anciennes} + \text{Nombre d'actions nouvelles à concurrence des droits}}{\text{Nombre d'actions anciennes} + \text{Nombre d'actions nouvelles}}$$

¹⁰ Source : tableau personnel.

$$=$$

$$1 - \frac{Aa + And}{Aa + An}$$

En résumé, la formulation de la dilution réelle évolue en fonction de l'augmentation de capital. Par ailleurs, l'opération étant destinées aux actionnaires anciens qui souscriront à hauteur de leurs participations détenues dans le capital, il est normal que la dilution soit moins flagrante et maîtrisée.

1.1.2.8. Le prix d'émission (PE)

Ce prix est celui payé à la société émettrice pour une action acquise quelque soit l'actionnaire. Il peut être égal à la valeur nominale, à la valeur réelle ou à tout prix compris entre ces deux évaluations.

1.1.2.9. La valeur réelle

Elle est mesurée par le cours si la société est cotée ou par la valeur mathématique si elle ne l'est pas. En souscrivant à l'opération, le nouvel actionnaire acquiert un droit sur le capital et sur les réserves de la société au même titre que les actionnaires anciens. En effet, lors de la souscription, il est possible que l'actionnaire ancien exerce son droit de souscription préférentiel (DS)¹¹. Ce droit est proportionnel au nombre de titres détenus avant l'augmentation de capital. Il est possible de renoncer à ce droit¹² ou de le céder sachant qu'il est négociable lorsqu'il est détaché d'actions elles-mêmes négociables. Par ailleurs, pour souscrire à une action nouvelle en plus du PE, un actionnaire nouveau devra racheter les droits de souscription.

¹¹ Le DS se décompose en deux prérogatives. Un droit irréductible attaché à chaque action ancienne et un droit réductible accordé de manière explicite par l'AGE. Ce dernier s'exerce lorsque les souscriptions irréductibles sont insuffisantes pour couvrir l'augmentation de capital. Il profite aux souscripteurs à titre réductible, par l'attribution d'un nombre d'actions supplémentaires non souscrites.

¹² Il est possible de renoncer au DS, depuis la loi n°83-1 du 3 janvier 1983. La renonciation peut se faire au profit des personnes dénommées, lorsque les actions ne sont pas inscrites à la cote.

1.1.2.10. La finalité de l'augmentation de capital

L'augmentation de capital est une opération qui affecte l'actionnariat en modifiant la structure du capital, sa concentration voire la dilution du contrôle du projet stratégique. En effet, l'augmentation de capital est sensée améliorer l'indépendance financière et augmenter la capacité d'endettement de la société. **Maintenant, il convient de préciser que la finalité de l'augmentation de capital étudiée est le remboursement des dettes.** Par ailleurs, nous notons bien que l'augmentation de capital vise à désendetter la société afin de réduire le risque supporté par les créanciers financiers, elle permet également de recapitaliser les capitaux propres.

1.1.2.11. L'augmentation de capital : un financement résiduel ou conjoncturel

Ginglinger (1984), affirme que l'augmentation de capital peut être perçue selon un financement résiduel ou conjoncturel.

Sur le financement résiduel : l'augmentation de capital est une opération à enjeu stratégique élevé et de modification de risque, qui nécessite l'implication des acteurs économiques. Ce financement est traduit par une opération de dernier recours dont le financement est onéreux et peut rapporter des liquidités en quantité suffisante. **Ainsi, la recherche élaborée s'analyse sous l'angle du financement résiduel puisque la situation difficile est inhérente à la société.**

Sur le financement conjoncturel : l'augmentation de capital est une opération complexe qui se réalise dans des conditions favorables. Latreyte (1973) note que cette opération ne peut être réalisée à tout instant car son timing est un critère largement considéré. Pour Vernimmen (1976)¹³, le timing de l'opération n'a de l'importance pour les actionnaires que si l'on admet que leurs anticipations sur la rentabilité future de l'entreprise seraient erronées. En effet, l'impact de la conjoncture sur la réussite de l'augmentation de capital n'existe que si l'on nie l'efficacité du marché. Ginglinger (1984) dans ses travaux menant à exprimer l'influence de la conjoncture boursière sur le montant des émissions, constate statistiquement que l'influence est vérifiée et que ce résultat paraît peu fiable dans la mesure où la conjoncture boursière et le montant des émissions dépendent tous deux d'une troisième variable qui est la santé globale

¹³ Cf. Vernimmen P. (1976), « Logique et politique - Finance d'entreprise », Paris, Dalloz.

de l'économie. En effet, l'augmentation de capital peut être effectuée dans un contexte conjoncturel si les risques de marché pèsent sur la société.

1.1.2.12. La recapitalisation financière et ses risques

La recapitalisation veut dire l'ajout des capitaux propres dans l'entreprise car elle serait en manque compte tenu de son activité, des risques qu'elle encourt et procéderait ainsi par augmentation de capital afin d'augmenter son capital social et de rembourser partiellement ou totalement ses dettes¹⁴. Ce type de recapitalisation correspond à la vision d'élaboration de cette recherche. **Elle va avoir pour but d'éviter la faillite de la société et de la revitaliser en améliorant sa structure financière. Suivant ses objectifs, elle procurera des liquidités, maximisera la rentabilité et restructurera la dette.** Elle n'est pas sans conséquences, car elle fait supporter des risques à la société. Les différents risques peuvent être liés à l'amélioration du levier financier et à la modification du contrôle de la société. En effet, la recapitalisation par le moyen de l'augmentation de capital a des effets positifs sur la structure de financement. Parmi ses effets, il y a :

- **La réduction du levier financier et la baisse des taux d'intérêts ;**

- **La réduction du risque financier et l'éloignement du risque de faillite ;**

- **L'augmentation du capital social et le désendettement de la structure financière.** Ces deux éléments de la structure de financement permettent de créer une nouvelle capacité d'endettement. A noter que le désendettement diminue la déductibilité des charges d'intérêts, ce qui est défavorable à la détermination du résultat fiscalement imposable et à l'effet de levier.

1.2. Section n° 2 : L'analyse de la situation difficile

L'objet de cette section est l'analyse des concepts nécessaires à l'appréhension de la situation difficile d'entreprise. Maintenant, passons en revue la littérature relative aux différents concepts de la situation difficile.

¹⁴ Définition de la recapitalisation : Consultée le 04 novembre 2015 sur LesEchos.fr, puis sur trader-finance.fr.

1.2.1. La notion de restructuration financière

Le mot restructuration est complexe et plusieurs définitions y sont proposées. En effet, la restructuration tente de devenir une pratique courante pour les firmes en difficulté. Il s'agit d'une modification de la structure actionnariale qui a des conséquences, tant sur le plan organisationnel qu'économique. Par ailleurs, il convient de noter que toutes les entreprises qui engagent des restructurations ne sont pas toutes nécessairement en difficulté. Selon Masquefa (2000), la restructuration est un mot, une réalité. Il s'agit d'un dispositif technique à un enjeu économique et social. Par exemple, la recapitalisation est une restructuration. Elle est caractérisée par une « modification du cadre et du mode d'organisation de la structure, trouvant son origine dans un mécanisme juridique susceptible d'entraîner une transformation durable et sensible de ses éléments essentiels » (Masquefa, 2000). L'auteur conçoit que la restructuration se distingue de la réorganisation qui est un simple changement ou transformation d'activité. Elle est également une réponse efficace aux difficultés rencontrées par les entreprises (Séverin, 2006). Dubouloy et Fabre (2002) ont tenté de montrer que les restructurations s'inscrivent surtout dans une logique de rationalisation. Selon ces auteurs, la mise en œuvre d'une restructuration dépend du niveau des difficultés de la firme et du degré d'urgence. Les difficultés financières étant hétérogènes, il convient de présenter les avancées en la matière.

1.2.2. La notion de difficulté financière

Les définitions sur la notion de difficulté financière¹⁵ sont nombreuses et plusieurs recherches ont émergé sur ce concept. Il existe même des définitions qui ont été amendées par certains auteurs, reprises et peaufinées par d'autres. Altman (1968 et 1984) est l'un des pionniers à avoir fait connaître sa définition. En ce sens, qu'il conçoit la notion de difficulté financière comme le moment où l'entreprise tombe sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire. Cette définition d'Altman est similaire à la définition juridique de la notion de difficulté financière utilisée en France qui considère qu'est en difficulté toute entreprise qui

¹⁵ Dans la littérature, la notion de difficulté financière est reprise dans plusieurs dénominations à savoir : « stress financier » ou « difficulté financière » ou encore « détresse financière ». Elle se distingue de la défaillance et de la faillite.

tombe sous le coup d'une cessation des paiements¹⁶. Cette définition tient en l'incapacité de la firme d'honorer ses obligations. Elle est restrictive, car avant la cessation des paiements la firme défaillante était déjà en redressement judiciaire. Gilson (1989) reprend la définition proposée par Altman, l'affine et distingue deux états. Selon l'auteur, la difficulté financière est l'incapacité pour une entreprise de faire face au paiement de sa dette et la défaillance est le moment où l'entreprise tombe sous le coup d'un redressement judiciaire ou d'une liquidation. Cette définition est quasi-complète à notre sens, mais ne distingue le degré et la nature des difficultés. Notons la définition de Wruck (1990) qui rapporte des explications supplémentaires. **Ce dernier considère que la difficulté financière est liée à un défaut ou à la violation d'un covenant.** D'une part, il estime que la difficulté est liée à la situation où le cash-flow est insuffisant pour honorer les obligations courantes. D'autre part, il distingue la notion d'illiquidité (qui est l'incapacité temporaire de faire face à ses obligations) à celle d'insolvabilité (qui est l'incapacité définitive d'honorer ses engagements). Cette définition est très utile pour le sujet et permet de bien comprendre ce qu'est la difficulté financière.

Une autre définition est celle de Denis et Denis (1995), qui corrobore la définition de Gilson (1989) en affirmant que la difficulté financière est le moment où une firme tombe sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire ou encore l'instant de la restructuration de la dette pour éviter un défaut au sens de Wruck. La définition de l'INSEE (2005) est aussi fondamentale. Elle qualifie les entreprises en difficulté, comme celles qui sont entrées dans une procédure de redressement ou sont en liquidation judiciaire (sans redressement préalable), suivant le jugement du tribunal de commerce ou du tribunal de grande instance en fonction de la cessation des paiements. La définition la plus simple consiste à considérer la difficulté comme une situation de faiblesse, de tension ou de stress. Dans ce cas, la difficulté est vue sous l'angle des problèmes de trésorerie¹⁷. Cette dernière notion est liée à la capacité

¹⁶ En France, une société est considérée en cessation des paiements quand elle se retrouve dans l'impossibilité de faire face à son passif exigible avec son actif disponible (L'article L 631-1 de l'ordonnance du 18 décembre 2008 du Code de commerce). Consulté sur <http://expert-comptable.pwc.fr/fr> le 26 mars 2016.

¹⁷ L' AISG (Accountant International Study Group) a retenu deux types d'indicateurs susceptibles de traduire la situation difficile effective ou potentielle. D'une part, ceux liés à la trésorerie et d'autre part ceux liés à l'évolution de l'entreprise ou à l'environnement macroéconomique. Parmi les premiers il y a la rotation des stocks, l'insuffisance du fonds de roulement, l'aggravation du rapport entre les dettes et les fonds propres. Les seconds sont plus hétérogènes et vont de l'absence du remplacement de façon satisfaisante d'un homme-clef dans l'équipe de direction à l'impact des changements politiques brutaux affectant la société. Par ailleurs, les causes de la difficulté financière peuvent provenir de l'importance des charges d'intérêts, de la faible performance opérationnelle voire de la récession économique du secteur.

d'endettement (Donaldson, 1961). Levasseur et Quintart (2000) soulignent que la difficulté financière est une donnée physique non observable voire le moment où la capacité d'endettement de l'entreprise est atteinte ou dépassée. Une autre définition qui mérite d'être évoquée est celle de Brilman (1986). Pour l'auteur, la difficulté ne caractérise pas seulement l'entreprise rencontrant des problèmes financiers, mais aussi celle qui prévoit les difficultés et prend des mesures immédiates pour les éviter. Nous tenons également à rappeler la définition de Séverin (2006) qui est couramment citée dans les recherches scientifiques. L'auteur donne une définition juridique qui à son avis est plus parlante c'est-à-dire qu'est en difficulté, toute entreprise qui tombe sous le coup d'une cessation des paiements. Il poursuit en affirmant que la difficulté doit être perçue comme une perte partielle ou totale de la capacité de l'entreprise à honorer ses obligations financières et une perte évidemment qui traduit la faiblesse de l'entreprise dans son environnement. Cette définition rend compte de la dualité de la difficulté, qui est publique (firme en redressement judiciaire) et privée (la difficulté ne s'exprime que dans le cadre légal).

En résumé, il existe autant de définitions sur la difficulté financière qu'il existe d'entreprises en difficulté. Cette notion est plurielle et difficile à définir. Nous proposons dans le sous-titre suivant, les signaux d'analyse qui sont à l'origine de ces difficultés.

1.2.3. Les signaux annonciateurs de la situation difficile

La difficulté financière n'est pas le fruit du hasard et elle est susceptible d'entraîner la faillite de la société si aucune restructuration n'est pratiquée dans les délais (Gilson, 1989). Les signaux annonciateurs de la situation difficile sont de formes diverses à savoir : comptables, financiers et boursiers. Ces différentes catégories de signaux sont qualifiés de quantitatifs¹⁸, car ils sont accessibles, contrôlables et analysables (Van Caillie, 2000). La dégradation de ces indicateurs quantitatifs traduit une éventuelle crise qui peut se confirmer par la cessation des paiements et entraîner la faillite. L'analyse de ces indicateurs permet de détecter indirectement les symptômes de difficulté et de prévoir la mesure de restructuration permettant d'enlever le risque de faillite. **Dans la mesure où la difficulté de la société est de**

¹⁸ Initié par Fitz Patrick en 1932, ce courant de recherche reçoit une impulsion majeure avec la publication des travaux de Beaver (1966) et d'Altman (1968). Le développement conjoint de l'outil informatique, des bases de données financières disponibles et des techniques statistiques d'analyses de données sont en fait le véritable moteur de ce courant de recherche.

nature financière, la dégradation des ratios comptables et financiers doit être observée.

Par ailleurs, il convient de noter qu'en plus des signaux quantitatifs, il existe des signaux qualitatifs, car la difficulté peut concerner la gestion stratégique voire la gestion opérationnelle¹⁹ de l'entreprise.

Les signaux comptables nécessaires à l'analyse de la situation difficile sont nombreux. Asquith et al. (1994) utilisent le niveau d'EBITDA²⁰ par rapport aux charges d'intérêts pour évaluer ou pour prédire les difficultés financières. D'après leurs travaux, la difficulté est avérée si l'EBITDA est inférieur aux dépenses d'intérêts sur les deux années consécutives ou inférieur à 80% des intérêts sur une année. DeAngelo et DeAngelo (1990) mesurent les difficultés à partir du résultat d'exploitation avant impôt négatif au moins sur les trois années sur cinq. Le rapport des frais financiers sur l'EBIT²¹ est un ratio prisé qui permet de mesurer le poids de l'endettement. Ce ratio traduit le niveau de la solidité de la structure financière. Gilson et al. (1990) évaluent la difficulté financière à partir de l'insuffisance des cash-flows à financer le remboursement de la dette. Les signes de la fragilité financière sont également analysables à partir du poids de l'endettement et de l'insuffisance des capitaux propres qui pèsent sur l'autonomie financière de la société. **Ainsi, l'évaluation du risque de faillite de l'entreprise dépendra de son poids d'endettement par rapport à ses capitaux propres.** Blazy (2000) souligne que les risques pesant sur l'autonomie financière affecteront la fragilité économique de l'entreprise qui renforce à son tour la sensibilité au risque client. Par ailleurs, il est utile de préciser que l'évaluation de la probabilité de la faillite peut s'analyser à partir des covenants ou des ratios associés à la dégradation de la santé des entreprises dont :

- **Le risque financier.** Il est observé par la difficulté d'obtention de nouveaux financements. Il est mesuré par le levier financier. **Ce risque est lié au risque de faillite et il s'agit du risque que nous étudions ;**

- **Le risque opérationnel.** Il est observé par la difficulté de la société à générer des revenus (performance faible, chiffre d'affaires en décroissance). L'un des ratios qui permet de le mesurer est le rapport des actifs sur les ventes ;

¹⁹ Pour une présentation complète des facteurs non financiers annonciateurs de défaillance en contexte PME, voir les contributions de Hall et Young (1991), Keasey et Watson (1991) ou de Morris (1997). Pour une approche plus économique-historique du phénomène, voir par ailleurs l'ouvrage fort complet de Marco (1989).

²⁰ EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Il s'agit du calcul du résultat d'exploitation en prenant en compte les dépréciations et les amortissements et ça peut correspondre à l'EBE.

²¹ EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) ou le résultat d'exploitation.

- **Le risque de liquidité.** Il est mesuré par le rapport des actifs courants sur les passifs courants ;

- **Le risque de profitabilité.** Il est mesuré par le rapport du bénéfice avant impôts et taxes sur le total des ventes.

Ces différents ratios mesurent la probabilité de la faillite de l'entreprise. En revanche, les risques de liquidité et de profitabilité mesurent la capacité de la société à surmonter la difficulté financière. Ces différents signaux sont généralement évoqués dans les études empiriques afin de cerner les difficultés avant la période de redressement judiciaire (Séverin, 2006).

En poursuivant sur les indicateurs quantitatifs de la difficulté, nous notons la sous-capitalisation. Nous notons que les difficultés d'entreprise peuvent provenir des crises structurelles, c'est-à-dire inhérentes à l'activité de la société et à sa structure actionnariale où il existe des conflits d'intérêts. Les difficultés peuvent également émaner des causes conjoncturelles et entraîner la perte de confiance voire la baisse de la dynamique du cours boursier. Séverin (2006) conçoit que les critères boursiers mettent quant à eux, l'accent sur la baisse de la rentabilité et la destruction de la valeur actionnariale. John et al. (1992) ont affirmé que les restructurations pouvaient être engagées pour des objectifs exogènes (conditions économiques, concurrence) voire endogènes (endettement important, coûts élevés). Cette recherche se situe plutôt dans cette deuxième facette. Bardos M. (1995) dans ses travaux a dressé une typologie des difficultés d'entreprises. Dans sa matrice, il a caractérisé les entreprises défailtantes et non défailtantes par la gravité des ratios, peu risquées ou assez risquées voire très risquées. Selon l'auteur, la société non défailtante est identifiée par des signaux suivants :

- une bonne rentabilité,
- une bonne solvabilité,
- des investissements stratégiques efficaces,
- un endettement assez faible,
- très peu de concours bancaires courants,
- les délais fournisseurs et découverts clients faibles,
- un très bon équilibre du bilan,
- des capitaux propres en augmentation,
- un effet de levier très positif,

- une capacité de remboursement élevée.

Pour la société défailante, il suffira de considérer l'inverse de ces signaux. A noter que Van Caillie (2004) a également caractérisé l'entreprise défailante. L'auteur dans sa modélisation théorique de l'enchaînement des facteurs de défaillance d'entreprise, la conceptualise et l'organise en quatre étapes chronologiques à savoir : « l'identification des difficultés, l'apparition et la détérioration des symptômes de défaillance, le passage au rouge des clignotants et finalement la faillite de l'entreprise ». Parmi les symptômes des difficultés financières identifiés par cet auteur, il y a : le recul de l'entreprise sur son marché, la baisse de la rentabilité, la baisse de la compétitivité, l'affaiblissement des ressources, l'inadaptation de la gestion, l'augmentation de l'endettement et des charges financières, tous ayant des effets sur le chiffre d'affaires et sur l'autofinancement. L'insuffisance de l'autofinancement s'explique par la faible entrée des cash-flows et cela a une incidence sur la trésorerie.

Les travaux de Beaver (1966) et d'Altman (1968) sur la détection du risque de faillite sont une référence en la matière. Beaver (1966), à partir d'une batterie des ratios financiers, a pu réaliser une analyse uni-variée pour mesurer le risque de faillite. Son approche se base sur les flux financiers où les cash-flows générés par l'activité d'une entreprise constituent la trésorerie, qui elle-même est alimentée par les fonds propres et par les dettes bancaires. Enfin, il affirme que les entreprises faillies génèrent des cash-flows et des liquidités moindres que les entreprises non défailtantes. Il propose également quelques ratios clés tels que : « les cash-flows sur les dettes totales » et le « résultat net sur l'actif total ». Ce dernier ratio souligne les insuffisances de la rentabilité au plan purement financier et qualifie la faillite de la société. L'insuffisance de la rentabilité est associée à une solvabilité détériorée ou à la crise de liquidité de l'entreprise. Beaver (1968) dans ses travaux, a utilisé les données de marché pour prédire la faillite d'une entreprise à partir de la variation du prix de l'action, contrairement à ses premières recherches menées en 1966 où il prédisait la faillite à partir des ratios financiers. **En effet, selon l'auteur, les deux moyens de prédiction du risque de faillite sont identiques, car les investisseurs utilisent de facto les ratios financiers pour apprécier le degré de solvabilité d'une entreprise et la variation du cours pour apprécier l'incorporation des informations provenant des ratios financiers.** Altman (1968) a utilisé une batterie des ratios financiers pertinents pour réaliser une analyse multi-variée basée sur l'analyse discriminante. Sa modélisation tient à mesurer la performance financière de l'entreprise. Son modèle se distingue de celui de Beaver, en ce sens où il prend en compte la dynamique du processus de la dégradation de l'entreprise et se base sur des variables

pertinentes et pondérées en fonction de leur pouvoir discriminant. Sa modélisation, notée score Z est attribuée à la société pour qualifier son niveau de défaillance. Pour Van Caillie et Dighaye (2002), sur le plan financier ce modèle sanctionne l'apparition conjointe d'un fonds de roulement insuffisant et la faiblesse de sa rentabilité économique.

Les indicateurs d'analyse qui ont été présentés expliquent et situent le niveau des difficultés financières de l'entreprise, sa viabilité et sa capacité à honorer les engagements²². Ces critères d'analyse permettent aux partenaires de la société d'augmenter leur connaissance sur la situation de l'entreprise voire en interrogeant la banque de France ou les agences de notation²³. **En résumé, cette recherche se distingue des autres travaux sur la prévention et la résolution des difficultés financières, en ce sens qu'elle propose l'augmentation de capital comme la réponse à cette trajectoire de difficulté. En effet, l'alternative à se ré-endetter est difficilement acceptable car l'endettement met les dirigeants sous pression et l'augmentation de capital n'accroît pas les charges financières.** Maintenant, il convient de poser la définition relative à l'entreprise en situation difficile, ceci afin de canaliser le sujet et de permettre son développement. C'est l'objet du sous-titre suivant.

1.2.4. La définition de l'entreprise en situation difficile

La formulation de la définition de l'entreprise en situation difficile requiert avant tout de cerner ce qu'est la situation difficile. **En effet, la situation difficile peut être définie comme un état de stress, de difficulté financière qui caractérise une entreprise compte tenu de ses covenants ou ratios devenus contraignants**²⁴. Ci-après, la proposition d'une revue de la littérature sur la notion d'entreprise en situation difficile.

Smida et Gomez-Mejia (2010) dans leurs travaux ont proposé une typologie de la lecture de l'entreprise en difficulté en affirmant que les difficultés de la firme ne sont pas le fruit du hasard. Selon ces auteurs, les difficultés financières traduisent le « stress financier » et ils assimilent cette dernière notion à celle d'entreprise malade dont la situation financière est

²² L'incapacité de l'entreprise se traduit dans le dépassement de l'autorisation du découvert, dans l'incapacité d'honorer une créance ou dans le non respect des clauses contractuelles incluses dans le contrat de prêt (Séverin, 2006). Selon l'auteur, la situation de détresse financière précède la situation de défaillance. La situation de faillite quant à elle est effective lorsque la valeur de marché de la firme devient inférieure au montant de la dette.

²³ Les agences de notation rassurent sur la qualité de la structure financière en attribuant une note à la société.

²⁴ Source : Personnel.

dégradée et faisant face à des dysfonctionnements financiers. Asquith et al. (1994) utilisent l'expression « stress financier » pour qualifier l'état des firmes en situation de faiblesse financière, un état qui est préalable à la faillite. Séverin (2006) associe la notion de difficulté financière aux termes « stress financier » et « détresse financière ». En outre, Smida et Gomez-Mejia (2010) se servent du modèle SMOCS (Smida, 1995)²⁵ afin de caractériser les difficultés par les forces qui peuvent être environnementales (par exemple la chute des marchés financiers ou du secteur, les mesures gouvernementales, un contentieux avec un concurrent) voire dépendant des moyens (par exemple, le poids de la dette, la baisse des performances opérationnelles, l'inexpérience du dirigeant) et des objectifs (par exemple, l'absence d'initiative, la sur-confiance) de la société. Ce modèle est une grille de lecture permettant de typer une « entreprise stressée ». A la suite des recherches sur la typologie des différents états de stress de l'entreprise, les auteurs ont distingué ceux qui se manifestent au niveau financier (Smida et Gomez-Mejia, 2010) de ceux qui se manifestant dans une dimension autre que financière (Altman et Hotchkiss, 2006).

Par ailleurs, sur la définition de l'entreprise en difficulté (Smida et Gomez-Mejia, 2010), il est possible de retenir celle définie par le droit. En effet, l'expression « entreprises en difficulté » inclut : (1) les entreprises « saines » qui prévoient des difficultés, (2) les entreprises en difficulté avérée et (3) les entreprises en situation de cessation des paiements. La notion de difficulté peut être subjective, c'est à dire qu'elle peut dépendre de la manière du manager ou du juge de percevoir ou de déceler les difficultés potentielles ou réelles. Cette notion a des similitudes en droit et en gestion (Crutzen et Van Caillie, 2007). **Ces auteurs révèlent qu'une intervention faite suffisamment tôt, permet de limiter la liquidation et favorise les chances de la sauvegarde ou du redressement.** Haehl (1981) a tenté de définir une entreprise en difficulté en mettant en avant la notion de cessation des paiements²⁶. En effet, ce

²⁵ Smida (1995) à partir de son modèle SMOC a classé les forces qui peuvent menacer la survie de l'entreprise selon leur appartenance à l'une des stratégies de l'entreprise : les ressources, les objectifs et les variables de l'environnement.

²⁶ Cette notion résulte d'une longue évolution jurisprudentielle. En effet, l'état de cessation des paiements est relatif au simple fait d'un débiteur qui ne paie pas ses dettes exigibles compte tenu du respect des échéances. Cet état de cessation des paiements n'est pas à confondre avec l'insolvabilité qui est l'état d'un débiteur dont la totalité de l'actif est inférieure à la totalité de son passif et qui rend nécessaire une évaluation de son patrimoine (Haehl J.-P., 1981). Par ailleurs, notons que l'insolvabilité est l'état d'ouverture d'une procédure collective. En revanche, l'état de cessation des paiements peut la favoriser et arriver en amont de la situation financière obérée. Haehl J.-P. (1981), note que la situation financière difficile non irrémédiablement compromise est une notion

critère juridique a été introduit par l'ordonnance du 23 septembre 1967 par la loi fondée sur le droit positif des entreprises en difficulté (France) et en retenant comme critère l'état de pré-cessation des paiements, c'est-à-dire en situation financière difficile²⁷ mais non irrémédiable. En droit français comme en droit comparé, le concept juridique d'entreprise en difficulté est compris d'une manière étroite restrictive comme l'impossibilité de faire face aux échéances en raison d'une situation financière obérée, gravement et de façon irréversible ou presque (Haehl, 1981). Le droit français des procédures collectives à la différence des principaux pays européens, connaît deux sortes de définitions de la notion d'entreprise en difficulté pour l'application du régime juridique : l'état de cessation des paiements pour les procédures de droit commun et la situation difficile mais non irrémédiablement compromise, pour la procédure exceptionnelle de la suspension provisoire des poursuites (Haehl, 1981).

Au regard de la littérature qui a été présentée sur l'analyse de l'augmentation de capital selon le circuit financier, sur la notion de difficulté financière, sur les signaux annonciateurs des difficultés financières et sur les définitions attribuées à la notion d'entreprise en difficulté, nous nous permettons de formuler la définition de l'entreprise en situation difficile que retient cette recherche.

1.2.4.1. Notre définition de l'entreprise en situation difficile

C'est une entreprise en situation difficile, stressée financièrement²⁸ voire faisant l'objet d'une procédure collective de sauvegarde ou de redressement judiciaire et accablée par : une déperdition des capitaux propres, un endettement élevé, un levier financier élevé au-delà des exigences des partenaires, un effet de massue, des rentabilités économiques et financières nulles, l'absence du versement des dividendes, la baisse du chiffre d'affaires, une trésorerie

juridico-économique qui correspond au constat de la non-cessation des paiements et à celui du maintien des chances de redressement.

²⁷ La situation financière difficile correspond à l'état de pré-cessation des paiements et se distingue donc de la cessation des paiements. La pré-cessation ou la cessation des paiements ne conduit pas forcément à l'ouverture d'une procédure collective, car c'est le but même de l'état d'insolvabilité. En revanche, la situation financière difficile peut s'analyser comme une situation non irrémédiablement compromise et traduit par conséquent le maintien des chances de redressement.

²⁸ Le stress financier ou le déséquilibre financier est lié à des dysfonctionnements financiers.

nulle, une capacité d'autofinancement nulle et enfin grevée par un fonds de roulement insuffisant qui contraint le versement des échéances futures.

1.2.5. La typologie des états de la situation difficile

Juridiquement, la notion de difficulté implique un processus croissant à trois phases de la défaillance de la société en tenant compte de son état de gravité pour conduire à la faillite (JORF, 1985, 2005)²⁹. En effet, une phase peut correspondre à une procédure de traitement. Smida et Gomez-Mejia (2010) ont mis en place la typologie des états de stress de l'entreprise en suivant trois phases juridiques qui sont :

- La procédure de conciliation³⁰ : qui est applicable aux entreprises « saines » indépendamment de leur situation financière. Elle a pour but la prévention des difficultés en recourant à des mesures extrajudiciaires voire amiables entre les dirigeants de la société, ses créanciers et ses actionnaires. Cette phase correspond à des négociations non juridiques. A noter que la solution amiable et la conciliation sont des procédures qui confèrent de la souplesse et de la confidentialité dans les négociations. Elles peuvent engendrer un moratoire sur les intérêts. **Sachant que ce sujet de recherche traite des entreprises en difficulté financière, celles-ci ne peuvent être qu'en sauvegarde ou en redressement judiciaire. Focalisons-nous à présent sur ces deux dernières procédures qui peuvent concerner les entreprises de l'échantillon de notre recherche :**

- La procédure de sauvegarde pour éviter la cessation des paiements des entreprises en difficulté financière. Cette phase correspond aux négociations qui ont lieu avant la cessation des paiements. Elle a été instituée par la loi du 26 juillet 2005³¹. Ainsi, une entreprise en difficulté qui n'est pas en cessation des paiements peut demander l'ouverture d'une procédure collective de sauvegarde. La sauvegarde est une protection qui permet d'éviter la cessation des paiements en gelant les créances et non en les cédant. Elle vise la définition avec exactitude des modalités de règlement du passif et c'est l'administrateur nommé par le tribunal qui se charge de conduire les négociations. Selon l'urgence et la gravité des difficultés, le tribunal de commerce en charge de la résolution des difficultés financières peut rapidement décider de la sauvegarde et de mettre fin à la période d'observation. Le plan

²⁹ JORF : Journal Officiel de la République Française.

³⁰ L'ancien règlement amiable (Loi du 1er mars 1984).

³¹ Loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005 sur la sauvegarde des sociétés.

de la restructuration peut contenir plusieurs mesures telles que le remboursement des dettes et l'augmentation de capital. Blazy (2000) note que l'ouverture de la procédure collective peut être initiée par le dirigeant, le créancier voire par l'autosaisine d'un tribunal ou encore à la demande du Procureur de la République (Cf. la loi du 15 octobre 1981)³². En revanche, en cas d'échec de la procédure de sauvegarde, l'entreprise est placée en liquidation judiciaire ;

- Les procédures de redressement judiciaire et de liquidation qui sont applicables aux entreprises en situation de cessation des paiements : l'une cherche la récupération de l'entreprise et l'autre l'accompagnement jusqu'à son extinction définitive (Guyon, 2003). Cette phase correspond aux négociations qui ont lieu après la cessation des paiements avérée d'une entreprise de plus de 45 jours. Ainsi, le tribunal compétent est chargé de décider du redressement approprié en arbitrant entre le redressement et la liquidation judiciaire. Enfin, si le redressement judiciaire est prononcé, le tribunal nomme et définit la mission de l'administrateur judiciaire. Nous précisons que nous n'étudions pas la liquidation dans le cadre de cette recherche.

Dans la figure suivante (figure 0.5), chaque procédure de la résolution des difficultés financières est indépendante des autres. Elle est représentée par un état de la défaillance d'entreprise.

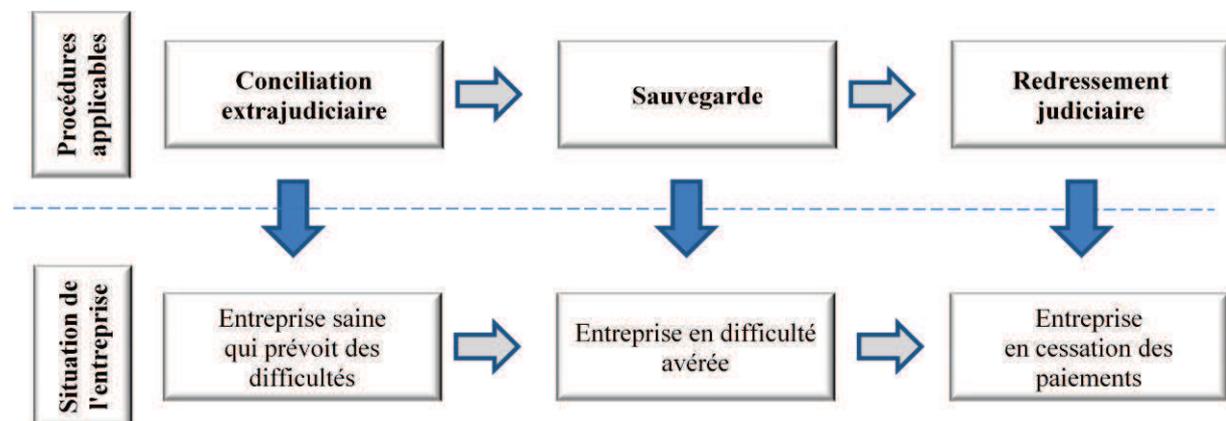


Figure 0.5 : Rappel des procédures applicables à l'entreprise³³

³² Loi n° 81-927 du 15 octobre 1981 est relative aux procédures collectives et de liquidation des biens.

³³ Cf. les travaux de Smida et Gomez-Mejia (2010).

➤ *Commentaires sur l'analyse des procédures applicables à l'entreprise en difficulté*

Nous notons qu'en France, le droit des faillites n'a pas pour but principal d'assurer le remboursement des créanciers. Il vise en premier lieu à sauvegarder l'entreprise et donc à éviter un risque de contagion de la faillite dans un secteur économique donné. Van Caillie (2004) souligne que la faillite n'est pas un élément soudain qui arrive de manière inattendue. Par contre, elle est un processus successif à trois niveaux de la défaillance : économique, financier et juridique. En effet, les difficultés se manifestent avant tout sur le plan économique avant de s'étendre sur le plan financier puis sur le plan juridique. Cette constatation est également retenue par Blazy (2000) qui affirme que le processus de la défaillance se manifeste avant tout par le déclin des performances économiques de l'entreprise suivi par la cessation des paiements qui peut se résoudre par la procédure collective de sauvegarde ou de redressement judiciaire. Ces deux procédures³⁴ sont privilégiées en France car elles sont nécessaires au maintien de l'activité et de l'emploi.

1.2.6. L'évaluation des coûts de la situation difficile

L'état de la situation difficile d'entreprise la conduit à évaluer ses actifs, ses passifs et le coût de sa restructuration financière avant de décider de la mesure de restructuration qui s'applique à elle. Les coûts de la situation difficile sont similaires à ceux de la faillite. La situation difficile peut notamment engendrer des coûts d'endettement, d'augmentation de capital et du déclenchement de la procédure collective de sauvegarde et de redressement judiciaire. Les coûts de la situation difficile d'entreprise sont répartis en deux : les coûts directs et les coûts indirects. Les coûts directs sont payés par le débiteur lors de la restructuration financière. Les coûts indirects sont des ventes perdues et des bénéfices (Morin, 2000).

1.2.6.1. Les coûts directs de la situation difficile

Les coûts directs de la situation difficile correspondent au coût d'endettement, au coût d'augmentation de capital, au coût du déclenchement et du déroulement de la procédure collective. Ils sont composés du coût de la dette, des frais d'augmentation de capital, des frais de justice, des coûts administratifs et des coûts sociaux. Par ailleurs, les coûts de la situation difficile comme ceux de la faillite diminueraient à mesure que la taille de l'entreprise

³⁴ Elles sont instituées par la loi du 25 janvier 1985.

augmente. En revanche, ils seraient d'autant plus significatifs que la société en situation difficile est de petite taille (Smith et Warner, 1979). Ils varieraient entre 4% et 10% de la valeur de liquidation de la société (Malécot, [1986] ; Biais, Hilton et Malécot, [1995]).

1.2.6.2. Les coûts indirects de la situation difficile

Les coûts indirects de la situation difficile sont difficilement évaluables. Morin (2000) les assimile au coût d'opportunité qui est un manque à gagner pour l'entreprise, dans la mesure où sa gestion est affectée par la situation difficile. Les autres coûts indirects de la situation difficile sont liés aux pertes issues de la cessation temporaire de l'activité et à la perte de confiance de certains partenaires tels que les banquiers. Le temps nécessaire à la résolution de la situation difficile ne doit pas toujours être interprété comme un coût indirect de la situation difficile, notamment lorsqu'il correspond à un accroissement de la valeur de l'entreprise via la recherche de voies de restructuration et de redressement (Wruck, 1990).

1.2.6.3. L'analyse des coûts de la situation difficile

Les coûts de la situation difficile étant identifiés, la décision de sauvegarder une firme en difficulté ou de la liquider revient à l'actionnaire ancien. En revanche, confiant des perspectives à venir et des potentialités de restructuration de la firme, l'actionnaire ancien est incité à favoriser le lancement du plan de restructuration (il s'agit ici de l'augmentation de capital). Il est un acteur privilégié et opportuniste dans la résolution de la situation difficile. La situation est réellement difficile, car si la faillite était déclarée, le créancier ordinaire (qui pourrait être la banque) percevrait la valeur liquidative (valeur de l'ensemble des actifs de la société) après le paiement des créanciers prioritaires (organismes publics et les salariés). Par ailleurs, la décision de soutenir la société en situation difficile peut ne pas dépendre d'un acteur. En effet, selon la théorie financière et lors d'un défaut des paiements, la décision collectivement optimale est celle qui maximise la valeur de l'entreprise (Morin, 2000).

1.2.7. La présentation des théories de la structure financière de l'entreprise

L'augmentation de capital est une opération qui influence la valeur de l'entreprise et elle devrait permettre de la maximiser. Par ailleurs, elle est également effectuée afin d'annihiler les conflits d'intérêts qui existent entre les parties prenantes et favoriser la convergence

d'intérêts. En réalité, ces conflits proviennent de la probabilité de la faillite d'entreprise. Sachant que la faillite engendre des coûts, ces coûts sont la résultante du surendettement de l'entreprise. Ainsi, pour enlever cette probabilité de faillite et réduire par conséquent le surendettement, cette recherche propose d'étudier l'augmentation de capital. Il convient à présent d'étudier les théories qui permettent d'appréhender les effets de l'augmentation de capital sur les capitaux propres, sur les dettes puis sur le risque de faillite. Etudions à présent les différents fondements théoriques.

1.2.7.1. La théorie d'agence

Elle explique la relation bilatérale entre deux agents économiques et tente de donner des explications quant à l'utilisation au maximum des ressources de l'entreprise par le dirigeant, pour agir au mieux aux intérêts de l'actionnaire en maximisant la valeur actionnariale. Cette relation est conflictuelle et n'est pas dénuée des asymétries informationnelles et des coûts probables de la faillite qui sont des coûts d'agence. En effet, l'analyse de l'hypothèse d'agence peut porter sur les divergences d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, sur leurs conséquences ainsi que sur le réalignement de leurs intérêts. En revanche, il est difficile de trouver une firme qui arrive à aligner les intérêts des agents économiques. Cette relation entre les agents est encore plus houleuse lorsque la société fait face à la probabilité de faillite. Dans ce cas, les objectifs d'optimisation de la valeur actionnariale ainsi que ceux de la survie et de la pérennité de la société sont remis en cause.

En admettant l'existence des coûts d'agence, Adam Smith (1776), Berle et Means (1932) ont reconnu leur impact dans la structure actionnariale de la société. Jensen et Meckling (1976) ont pu ainsi formaliser la théorie d'agence en tenant compte des divergences entre le dirigeant et l'actionnaire. En effet, suivant l'analyse des effets de l'augmentation de capital sur la structure financière, la réduction des divergences d'intérêts est effective si le produit d'émission de l'augmentation de capital permet de rembourser les dettes et d'enlever le risque de faillite. Par ailleurs, parmi les conséquences relatives à la probabilité de faillite, il y a la perte de pouvoir du dirigeant et la perte du patrimoine des actionnaires. En outre, il convient de noter que cette situation de tension est défavorable à la société et lui fait perdre des opportunités. **Parmi les coûts non exhaustifs et probables de la faillite, il y a les coûts d'endettement, les charges financières, les pertes d'exploitation, les coûts des procédures**

collectives de redressement et de liquidation judiciaire ainsi que les frais d'augmentation de capital.

En conclusion, il convient de noter que l'augmentation de capital devrait favoriser la convergence d'intérêts. **La convergence d'intérêts peut s'analyser à partir de la lecture optionnelle du bilan qui permet de redynamiser et de consolider la relation entre les différents partenaires en revalorisant la valeur des capitaux et des dettes, ainsi qu'à partir de la signalisation de l'opération qui permet la convergence d'intérêts en mesurant la création de valeur actionnariale.** Par ailleurs, la convergence d'intérêts peut s'expliquer par l'importance de la communication financière de l'opération d'augmentation de capital envers les actionnaires anciens. En réalité, la théorie d'agence a pour objet d'informer, de rassurer et de concilier les partenaires de la société sur l'enlèvement de la probabilité de faillite et sur l'amélioration du cours. C'est ainsi que l'opération permet de rendre possible le réalignement des intérêts.

1.2.7.2. La théorie liée au transfert de richesse

Selon cette théorie, l'augmentation de capital est un vecteur de transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers financiers. En effet, si elle entraîne une entrée des fonds destinés au remboursement des dettes, les effets attendus devraient être : la variation positive de la trésorerie, la revalorisation de la valeur des dettes, la réduction de l'endettement et la réduction du risque de faillite. Par ailleurs, la réduction de l'endettement est observée à partir du niveau du levier financier voire du ratio d'endettement. La baisse de ce ratio explique la réduction du risque de faillite et la valorisation de la valeur des créances. Ces deux indicateurs d'évaluation cités permettent d'élucider le transfert de valeur et de risque entre les agents économiques. Ces indicateurs sont des signaux annonciateurs de la probabilité de faillite et d'optimisation de la performance de la gestion de l'entreprise. Ils assurent la surveillance de la performance et des risques de la société. D'après Ross (1973), le ratio d'endettement est assimilé à un signal qui est adressé aux investisseurs. **Nous informons que les enseignements de cette théorie sont rappelés dans celle de la lecture optionnelle du bilan.**

1.2.7.3. La théorie d'économie fiscale

Suivant cette théorie, le produit d'émission de l'augmentation de capital qui est destiné au remboursement des dettes entraîne des conséquences liées à la réduction du bras du levier financier et de l'effet de levier si la dette est constante. La réduction du levier financier est un contraste, car elle est synonyme en même temps de la baisse de la probabilité de faillite et de la baisse considérable de la déductibilité des charges financières ce qui augmente le résultat et le paiement des impôts. En revanche, l'opération est appréciable parce qu'elle vise le désendettement de la structure financière et l'enlèvement de la faillite et par conséquent la réduction des charges financières.

1.2.7.4. La théorie de signalisation

Elle est développée suivant la vision de Ross (1973) à l'origine de la théorie du signal. Cette théorie a pour fondement l'efficacité des marchés qui soutient que le prix du marché est le bon prix, le prix d'équilibre qui intègre toutes les informations instantanément et que tous les acteurs sur le marché ont connaissance au même moment des informations diffusées qui peuvent affecter ce prix. L'objet de la théorie de signalisation est l'évaluation de la qualité du signal véhiculé par l'annonce d'une augmentation de capital sur le cours de la société. Un test d'effet d'annonce confirmatoire est proposé dans le chapitre 3.

Selon la théorie de signalisation, l'augmentation de capital étudiée est favorable si elle permet de capter des ressources nécessaires à allouer au désendettement de la structure financière. En effet, ce contexte d'étude fait de l'augmentation de capital un financement privilégié permettant d'assainir la structure de financement. Cette opération est qualifiée de dernier recours. Elle devrait véhiculer un signal positif et anticiper la création de valeur, ce qui nous amène à poser les propositions suivantes :

- P₁ : L'augmentation de capital destinée au remboursement des dettes, réalisée en contexte difficile permet de créer de la valeur actionnariale.

- P₂ : L'augmentation de capital destinée au remboursement des dettes, réalisée en contexte difficile ne permet pas de créer de la valeur actionnariale.

La réponse à ces propositions est étudiée dans le chapitre 3. Il convient de retenir que la création de valeur peut être expliquée par le désendettement, la recapitalisation de la structure financière et la réduction du risque de faillite.

En conclusion, l'augmentation de capital va probablement améliorer significativement et positivement la structure financière. Elle devra avoir des effets sur le PER (Price earning ratio) et sur le PBR (Price to book ratio). Le PER est un indicateur d'évaluation de la situation boursière de la société. Il est couramment utilisé par les investisseurs afin de mesurer la sensibilité de l'évolution du cours. En réalité, post-augmentation de capital le PER augmentera grâce à l'effet neutralisateur de l'augmentation de capital sur l'endettement. De même, le PBR s'améliorera grâce à la valorisation du cours et du nombre des titres créés post-opération par rapport à la valeur comptable des capitaux propres tout comme le résultat net.

La section suivante met en évidence les options de l'actif économique et formule la théorie de la lecture optionnelle du bilan indispensable à la compréhension et au développement de cette recherche.

1.3. Section n°3 : L'impact optionnel de l'augmentation de capital en situation difficile

L'analyse des effets d'une opération de recapitalisation peut s'effectuer suivant les enseignements des travaux de Black et Scholes (1973) ayant porté sur les options réelles. En effet, ces enseignements sont utiles pour comprendre les options économiques ou de croissance qui concernent cette recherche. **Nous mobiliserons la théorie de la lecture optionnelle du bilan afin de mesurer les effets optionnels de l'augmentation de capital sur la structure financière.** Cette théorie optionnelle assimile les actions d'une société aux options sur les actifs de cette dernière avec pour prix d'exercice la valeur de la dette à rembourser. Par ailleurs, nous notons que l'hypothèse de la lecture optionnelle du bilan convient au problème étudié. La lecture optionnelle du bilan rend possible l'évaluation des actifs de la société à partir de ses capitaux propres et de ses dettes. Elle est également adaptée à l'évaluation de la prime de risque. En outre, elle permet d'analyser la relation entre les actionnaires et les créanciers. Suivant cette relation, l'actionnaire ancien est susceptible de perdre l'intégralité de ses apports et d'enregistrer des profits potentiellement illimités tant dis que le créancier lui, peut réaliser des profits limités et des pertes quasi-illimitées. Analysons à présent la position des actionnaires et des créanciers par rapport à leurs actifs risqués.

1.3.1. Les implications optionnelles à la valorisation des capitaux propres et des dettes : La position des actionnaires et des créanciers

Suivant l'analyse développée par Black et Scholes (1973), à l'échéance de la dette sans coupon la richesse des actionnaires est égale à : $S_T = \text{Max}(0, V_T - E_T)$.

Où :

- S_T : désigne le patrimoine des actionnaires ;
- V_T : désigne la valeur des actifs de l'entreprise à l'époque T ;
- E_T : désigne la valeur d'une obligation sans coupon d'échéance T.

A l'échéance (T), la valeur des options peut être estimée suivant les égalités ci-après :

Si à maturité $V_T > E_T$, les actionnaires détenteurs d'une option d'achat sur les actifs de la firme la voient se revaloriser et leur richesse devient : $V_T - E_T$. Cette opération s'assimile au rachat de la valeur des actifs au prix d'exercice fixé par les créanciers. Ce cas correspond parfaitement à celui d'une société en difficulté qui augmente son capital afin de revaloriser la valeur de ses actifs et de rembourser ses dettes. En effet, le remboursement des dettes est effectué parce que la valeur des actifs est supérieure à celle des dettes. Ainsi, la lecture optionnelle du bilan est le paradigme théorique étudié qui permet de confirmer la revalorisation des capitaux propres et la baisse de la valeur de l'option de défaillance (put). Par ailleurs, il convient de noter que la valeur des capitaux qui est celle de l'option d'achat dépend de l'évolution de l'actif économique. En outre, ces capitaux propres sont des actifs conditionnels.

En retraçant la relation contractuelle entre les actionnaires et les créanciers suivant la lecture optionnelle du bilan, ces deux acteurs se lient dans un projet où à l'initial l'actionnaire s'endette auprès du créancier pour financer son actif économique. L'actionnaire obtient le financement qui correspond à l'emprunt et par contrepartie le créancier perçoit le transfert de l'actif de la société. Suite à l'application de la lecture optionnelle du bilan, il convient de retenir que l'option d'achat se revalorise grâce à l'augmentation de capital et permet aux actionnaires de redevenir les propriétaires des actifs après le remboursement des dettes.

Pour Mourgues N. (1991), cette possibilité ($V_t - E_t > 0$) correspond aux égalités suivantes :

- La valeur de l'option d'achat > 0 ;
- La valeur de l'option de vente $= 0$

La valeur de l'option d'achat (C) + Valeur de la dette (E) = Actif économique (V).

A l'échéance et d'un point de vue décisionnel si $V_T \leq E_T$, les actionnaires abandonnent l'option et leur richesse est nulle. En effet, ils ont perdu le montant de leur prime c'est-à-dire le montant de leurs apports versés initialement. Ainsi, la règle de la responsabilité limitée aux apports peut être appliquée. **En revanche, si les créanciers perçoivent la valeur totale des actifs, la société est déclarée en faillite. Dans ce cas, les actionnaires ont exercé leur option de vente détenue.** Les créanciers dans ce cas s'approprient la valeur globale des actifs à maturité (V_T). L'actionnaire en voulant anticiper la chute de son actif exerce son option. Il est important de noter que la valeur de l'option de vente est contenue dans la valeur de remboursement de la dette. Le prix de l'option de vente (put) est la valeur de la défaillance de la responsabilité limitée des actionnaires à l'égard des créanciers.

Pour Mourgues N. (1991), cette possibilité ($V_t < E_t$ ou $= 0$) correspond aux égalités suivantes :

- La valeur de l'option d'achat $= 0$;
- La valeur de l'option de vente > 0

La valeur de la dette(E)³⁵ = valeur de l'AE (V) + valeur de l'option de vente (P).

➤ Commentaires

L'utilisation de la relation de parité entre une option européenne d'achat et de vente permet de retenir que l'actionnaire a une position longue sur les actifs de l'entreprise et dispose d'une option de vente en ayant emprunté au taux sans risque, une somme équivalente au prix

³⁵ La valeur de la dette étant risquée, elle peut être égale à la valeur de la dette non risquée moins la valeur du risque de défaut. L'échéance de l'option de vente est celle du contrat de dette.

d'exercice. En effet, l'option de vente correspondant à la prime de risque de la dette et peut être obtenue à partir de l'expression de parité suivante³⁶ : $C_t = V_t + P_t - E'_t$;

Nous cherchons maintenant à déterminer la valeur de la dette non risquée et du put qui désignent respectivement la dette que la société aurait à rembourser si elle avait emprunté au taux sans risque et la prime de risquée versée par les actionnaires aux créanciers. En considérant l'expression de parité formulée ci-dessus, voici la légende :

C_t : exprime la valeur du call sur l'actif de la société de maturité T , de prix d'exercice E_T , c'est-à-dire la valeur des fonds propres en t ;

V_t : indique la valeur globale des actifs de la société à la période t ;

P_t : représente la valeur de l'option de vente sur l'actif de la société de prix d'exercice E_T et d'échéance T .

E'_t : désigne le prix en t d'une dette ou d'une obligation sans coupon dénuée du risque de défaut d'échéance T , soit : $E'_t = \frac{E_T}{(1+r)^{(T-t)}}$

Ainsi, la valeur des fonds propres à l'époque T est donc égale à :

$$C_T = V_T - E_T \quad \text{si } V_T > E_T \text{ et } P_T = 0$$

$$C_T = 0 \quad \text{si } V_T < E_T \text{ et } P_T = E_T - V_T \Rightarrow$$

$$C_T = V_T - E_T + (E_T - V_T) = 0.$$

$$E_T = V_T + P_T$$

³⁶ Cf. Navatte (1998).

➤ Commentaires

Nous cherchons à calculer les différentes options à partir de la relation de parité. Ainsi, celle qui lie le call et le put explique que l'actionnaire détient une option d'achat sur le créancier et dans le cas d'une évolution défavorable de la valeur des actifs, ce dernier est prêt à transférer aux créanciers sa propriété pour une valeur inférieure à la valeur remboursement initiale. Le prix de l'option de vente représente la valeur économique de la responsabilité limitée des actionnaires à l'égard des créanciers. Cette option de vente représente en termes de valeur, la prime de risque payée par les actionnaires aux créanciers au moment de la réalisation de l'opération de financement.

La situation des créanciers est symétrique à celle des actionnaires. A l'échéance, la richesse des créanciers s'évalue comme suit :

$$S'_T = \text{Min}(V_T, E_T).$$

Selon cette expression et à l'échéance, si la valeur des actifs est supérieure à celle des dettes, les créanciers perçoivent cette valeur et leur richesse est alors égale à E_T . En revanche, si la valeur des actifs est inférieure ou égale au prix d'exercice, les créanciers reçoivent V_T qui représente la valeur de l'actif. **En effet, la perte maximale que peut subir les créanciers est égale à E_t et ils sont appelés « vendeurs de l'option de vente » sur les actifs de la société.**

Par ailleurs, la position des créanciers s'analyse par rapport à la détention d'un portefeuille composé des actifs suivants : une position courte sur l'option d'achat et un emprunt égal à la valeur actualisée au taux d'intérêt sans risque du prix d'exercice des options. Cela s'écrit :

$$-P_t = -C_t + V_t - E'_t$$

Ainsi, l'évaluation des différents titres de créances prend la forme suivante³⁷

- *Pour les actions :*

Soit C_t

Soit $V_t + P_t - E'_t$

- *Pour les dettes :*

Soit $V_t - C_t$

Soit $E'_t - P_t$ car $V_t + P_t - E'_t + (E'_t - P_t) = V_t$

➤ Commentaires

Fondamentalement, la relation contractuelle qui lie l'actionnaire au créancier permet au premier de posséder l'option d'achat et au second l'option de vente sur les actifs de la société.

Selon Mourgues (1991), les différentes représentations optionnelles de la structure financière peuvent être résumées comme suit :

Valeur des capitaux propres + valeur de la dette sans risque
=
Valeur des actifs + valeur de l'option de vente

$$C_t(V_t, E_T) + \frac{E'_T}{(1+r)^{(T-t)}} = V_t + P_t(V_t, E_T)$$

Il est alors possible d'en déduire que :

$$C_t(V_t, E_T) = V_t - \frac{E'_T}{(1+r)^{(T-t)}} + P_t(V_t, E_T)$$

³⁷ Cf. Navatte (1998).

$$\begin{aligned} & \text{Valeur de la dette risquée} \\ & = \\ & \text{Valeur de la dette sans risque} - \text{valeur de l'option de vente} \end{aligned}$$

$$E_t = E'_t - P_t(V_t, E_t)$$

Où : E_t : indique la valeur de la dette risquée en t ;

E'_t : représente la valeur de la dette sans risque.

➤ Commentaires

En conclusion, nous affirmons que les actionnaires sont susceptibles de réaliser une perte limitée à la prime de risque (put) et un gain quasi-illimité lié à l'augmentation de la valeur de l'actif économique. En cas de faillite, ils vont perdre leurs actifs (capitaux propres) et exercer l'option de vente. En revanche, en cas d'augmentation de capital et si l'opération a réussi il n'y aurait aucun intérêt pour eux à exercer l'option de vente. Concernant les créanciers, ils réalisent un gain limité à la prime de risque versée par les actionnaires pour se prémunir de la baisse de la valeur des actifs et si les actionnaires exercent leur put, les créanciers récupèreraient la valeur globale de l'actif. Sauf qu'en cas d'augmentation de capital, les créanciers sont assurés d'être remboursés et n'auront donc pas à acquérir les actifs de la société. Leur perte est ainsi limitée à l'accroissement de la valeur des actifs et leur gain à la prime de risque. Par ailleurs, nous notons que la valeur de l'option de vente (put) est mesurée par la prime de risque qui traduit l'accroissement de la probabilité de non remboursement. La valeur temps quant à elle mesure le risque des capitaux propres. **Par ailleurs, il convient d'affirmer que l'augmentation de capital est le financement qui permet de rétablir le call et d'éloigner l'exercice du put.**

En résumé, l'analyse du bilan de la société en difficulté en termes d'options économiques rend bien compte du dénouement de la position des actionnaires et des créanciers. Le sous-titre suivant clarifiera cette position à partir des données réelles d'entreprise et calculera de manière pratique les différentes options de l'actif économique.

1.3.2. L'application de la lecture optionnelle du bilan d'une société en difficulté

Le tableau ci-dessous (tableau 0.2) calcule la valeur des options à partir des données comptables de CGG. Par ailleurs, il convient de noter fondamentalement, que l'opération d'augmentation de capital est perçue comme une mesure de transfert de richesse et de risques.

Données	1998	1999 (Semestre 1)	1999	1999*	2000
Capitaux propres	178	148	270,7	270,7	320,7
Endettement net (END Net)	94	168	104,1	104,1	204,4
Valeur de l'entreprise (AE)	272	316	374,8	374,8	525,1
Coût de l'endettement net	24%	11%	39%	13% ³⁸	14%
Taux des obligations d'Etat			5,2%		
Valeur actuelle de remboursement de la dette (VA)	117	187	144	118	232
Valeur de la dette actualisée au taux d'intérêt sans risque (Vad)	111	178	137	112	221
Valeur de l'option de vente (put)	17	10	33	8	17
Valeur temps des capitaux propres (Vtcp)	23	19	40	14	28

Tableau 0.2 : L'analyse optionnelle du bilan de CGG

³⁸ Ce taux d'intérêt est estimé. Par ailleurs, notons que les valeurs du tableau 0.2 sont en millions d'euros.

Suivant le tableau (tableau 0.2) présenté à la page précédente, il convient de préciser quelques expressions avant de commenter les résultats :

- La valeur de remboursement de la dette (VA) : Elle s'obtient en majorant la valeur de l'endettement net du taux d'intérêt ;

- La valeur de la dette actualisée au taux sans risque (Vad) : Elle se calcule par le rapport de la VA sur un plus le taux des obligations d'Etat ;

- La valeur de l'option de vente (put) : C'est la différence entre la Vad et l'END net ;

- La valeur temps des capitaux propres : C'est la différence entre les capitaux propres et l'actif économique (AE) plus la VA.

➤ **Commentaires : Le risque est limité et mesuré par la V_{tcp}**

Suivant l'observation des données comptables présentées dans le tableau (tableau 0.2) précédent, plus l'actif économique est risqué plus la valeur de remboursement de la dette à l'échéance est élevée. Par ailleurs, la comparaison des données du premier semestre 1999 à celles du 31 décembre 1999, montre une amélioration positive des données comptables.

Le lancement de l'augmentation de capital permet de constater post-opération, une augmentation des capitaux propres et une diminution de l'endettement net. Par exemple, la valeur de l'endettement net est passée de 168 (pré-opération, c.à.d. au semestre 1 de 1999) à 104,1 (post-opération, c.à.d. fin 1999). Pour les mêmes périodes, la valeur des capitaux propres est passée de 148 à 270,7 et la valeur de remboursement des dettes est passée de 187 (pré-opération) à 118 (post-opération), ainsi que celle de la dette non risquée de 178 à 112. La valeur temps des capitaux propres est passée de 19 à 14 post augmentation de capital, ce qui permet d'affirmer la réduction du risque des capitaux propres. La valeur de l'option de vente détenue par les actionnaires est passée de 10 à 8, ce qui justifie la réduction du risque de faillite. Par ailleurs, il convient d'indiquer que le coût d'endettement est passé de 11% (au semestre 1 de 1999) à 13% (fin 1999) post-augmentation de capital. Cette amélioration du coût d'endettement traduit la réduction du risque de l'actif économique post-augmentation de capital. Nous notons également que le coût d'endettement net et la valeur du put sont les deux indicateurs qui permettent de traduire le niveau du risque de l'actif économique. Par conséquent, la réduction de ces deux indicateurs associée à la valeur de remboursement des dettes ainsi qu'à l'augmentation des capitaux propres permet de justifier la diminution de la probabilité de la faillite de la société.

En conclusion, nous notons que post-augmentation de capital, le risque de faillite est enlevé, car il y a constatation de la valorisation de la valeur des capitaux propres et des dettes ainsi qu'une réduction du put. En revanche, la valorisation de la valeur temps des capitaux propres (V_{tcp}) post-augmentation de capital signifie, qu'il y a une meilleure valorisation de la valeur des capitaux propres par le marché. Cette V_{tcp} traduit aussi l'existence des options de croissance sur les actifs de la société. Elle mesure le risque de perte des capitaux propres.

1.3.3. La théorie de la lecture optionnelle du bilan de la structure de financement

La lecture optionnelle du bilan permet d'apprécier le partage du financement entre les capitaux propres et les dettes, ainsi que le partage du risque de l'activité économique entre les actionnaires et les créanciers. La théorie de la lecture optionnelle du bilan explique la valeur de la responsabilité limitée des actionnaires par rapport à la baisse probable de la valeur de l'actif économique. La baisse de la valeur de l'actif économique est susceptible d'engendrer le risque de faillite qui est étroitement lié aux difficultés de remboursement des dettes, à la dissipation du capital, à l'insuffisance des cash-flows et des résultats. Par ailleurs, les actionnaires sont soucieux de la perte progressive de leurs actifs ou de leur patrimoine ainsi que de l'ampleur de la situation difficile d'entreprise. Ils vont décider du principe de l'augmentation de capital dont le produit d'émission va être alloué au remboursement des dettes. L'objectif poursuivi par le management de la société est la réduction de la probabilité du risque de faillite. Il convient de noter que l'augmentation de capital étudiée peut être réalisée dans le cadre d'une procédure collective de sauvegarde ou de redressement judiciaire ou tout simplement imposée par la direction financière de la société. Les procédures collectives permettent d'assainir les sociétés en difficulté. Elles sont régies par des lois telles que celle de 1867 instituée par le législateur qui permet de dissocier le patrimoine de l'entreprise de celui des associés engagés dans le projet économique. Cette loi limite la responsabilité des actionnaires au montant de leurs apports dans la structure de financement.

Concernant l'utilité de la lecture optionnelle du bilan, il convient de souligner qu'elle est parfaitement adaptée à l'évaluation de la structure financière risquée, ainsi qu'à l'évaluation de la position des actionnaires et des créanciers. L'application de cette théorie à un cas réel a été effectuée à partir des données du cas CGG. Nous précisons que les actifs représentent les options de l'actif économique de la société. Ils permettent de traduire le risque de faillite.

Suivant les résultats de l'application de la lecture optionnelle du bilan, nous avons pu constater que l'augmentation de capital améliore la structure de financement et réduit la probabilité de faillite. La faillite est également mesurée par ses coûts qui s'assimilent aux coûts d'agence. La réduction des coûts de faillite favorise la convergence d'intérêts et entraîne l'optimisation de la valeur actionnariale (Jensen et Meckling, 1976). En plus de la réduction du risque de faillite, les effets optionnels de l'augmentation de capital ont permis de mettre en évidence la valorisation de la valeur intrinsèque des capitaux propres, la valorisation de la valeur des dettes et la baisse du levier financier. La revalorisation des dettes peut également être observée à partir du levier financier qui mesure la proportion des dettes par rapport aux capitaux propres. Mourgues (1991) dans ses travaux, a mis en place les formules d'évaluation des options de l'actif économique. A partir de l'analyse optionnelle de l'augmentation de capital, il y a lieu de constater que le risque financier dépend de l'évolution de la valeur globale de l'actif économique. La valeur temps des capitaux propres mesure le risque des capitaux propres et tient compte de la valeur de remboursement des dettes. **En effet, si l'augmentation de capital a eu lieu, ainsi que le remboursement des dettes, l'option de vente détenue par les actionnaires ne sera pas exercée. Cela leur permet de conserver l'actif économique et de ne pas le céder aux créanciers.** L'option de vente est une rémunération supplémentaire qui se rajoute au taux sans risque. Cette option permet aux créanciers de se protéger de l'exercice du put par les actionnaires, si l'entreprise est en situation difficile et que le remboursement de la dette est incertain. L'option de vente ou de défaillance (put), est une prime de risque ou un prêt à un taux sans risque. Il convient de retenir que l'actionnaire a une position longue sur les actifs contrairement aux créanciers qui ont une position courte. Les actionnaires sont titulaires de l'option d'achat qui représente la valeur des capitaux propres. Les créanciers possèdent l'option de vente qui représente la prime versée par les actionnaires. En considérant les résultats optionnels du cas CGG, nous affirmons que cette prime est d'autant plus élevée que la société est endettée. L'augmentation de capital effectuée a pour but de réduire cette prime de risque.

En définitive, les effets optionnels de l'augmentation de capital sur la structure de financement étant avérés, nous nous permettons de souligner les constats du paradigme de la lecture optionnelle du bilan :

C₁ : L'augmentation de capital réalisée en situation difficile d'entreprise destinée au remboursement des dettes, favorise l'éloignement du risque de faillite et le non exercice de l'option de vente ;

C₂ : L'augmentation de capital effectuée en situation difficile d'entreprise destinée au remboursement des dettes, valorise les options d'achat et de vente d'une part et le transfert de valeur des actionnaires vers les créanciers d'autre part.

Le sous-titre qui suit résume les autres articles de recherche qui ont permis de comprendre ce sujet et d'orienter sa rédaction.

1.3.4. Les autres articles de recherche

Cette partie présente de manière résumée les enseignements qui découlent de quelques articles qui nous ont permis de bien cerner le sujet de la thèse. Ces articles ont permis d'une part, d'orienter le choix pour le type d'augmentation de capital suivant ses caractéristiques telles que le choix du mode d'émission et du prix d'émission et d'autre part de préciser les méthodes d'évaluation et de prévision des difficultés d'entreprise. Les difficultés d'entreprise sont également expliquées par les modèles structurels du risque de défaut.

➤ Le choix du mode d'émission

Le choix du mode d'émission indirect au détriment du mode direct³⁹, concernant le type d'augmentation de capital est fonction du taux de souscription des actionnaires anciens et des frais de transaction qui soient moins onéreux conformément à la logique financière, qui voudrait que la société opte pour le financement le moins onéreux qui nécessite moins de garanties (Gajewski et Ginglinger, 1996). **En effet, c'est bien le taux de souscription qui permet de confirmer les prédictions du choix du mode d'émission.** En revanche, le choix de l'augmentation de capital en contexte difficile d'entreprise est lié au besoin de la société de disposer d'un financement de dernier recours (Myers et Majluf [1984] ; Ginglinger [1984]) et de limiter les coûts de transaction en faveur des actionnaires en se finançant avec ou sans les droits de souscription (Myers et Majluf, 1984). Les frais d'émission distinguent les émissions indirectes (ou avec les droits) des émissions directes (ou sans les droits). **Le mode d'émission indirect est conforme à ce sujet de recherche et signifie que l'opération s'adresse aux**

³⁹ « Par définition, une émission avec droits ou encore émission indirecte, est une émission réalisée lors de l'opération d'augmentation de capital fondée sur l'exercice d'un droit préférentiel de souscription, réservé à un actionnaire ancien et une émission directe est celle qui est ouverte à tout public investisseur sans toutefois exclure un délai de priorité non négociable en faveur des actionnaires anciens » (Gajewski et Ginglinger, 1996).

actionnaires anciens. Ce mode d'émission entraîne par conséquent le partage d'informations et la réduction d'asymétries informationnelles. Il convient de noter que le choix d'un mode d'émission peut dépendre de la nature de l'actionnariat, selon qu'il soit concentré ou non concentré (Hansen et Pinkerton, 1982). Par ailleurs, suivant les résultats des effets d'annonce sur les augmentations de capital réalisés par Gajewski et Ginglinger (1996) sur un échantillon de 80 titres, les auteurs affirment n'avoir constaté aucune réaction significative à la date d'annonce pour les émissions avec les droits. Les effets négatifs, sont constatés par Hansen (1988) de l'ordre de -1,20% à 2,61% à l'annonce des émissions américaines avec les droits. Pour les émissions directes, un effet négatif de l'ordre de -3% est constaté par Asquith et Mullins (1986).

➤ **Le choix du prix d'émission**

Le prix d'émission des actions nouvelles est une caractéristique fondamentale de l'opération d'augmentation de capital. La fixation d'un prix d'émission proche du cours signifie que l'opération s'adresse à tout investisseur, nouveau ou ancien. **Or, en contexte difficile, l'opération étant garantie par les actionnaires anciens, son prix d'émission doit être fixé de telle sorte qu'il soit inférieur au cours de l'opération afin de garantir l'exercice de la valeur des droits de souscription des actionnaires anciens.** Par contre, lorsque le cours devient inférieur au prix d'émission, la valeur des droits de souscription devient nulle et l'opération est vouée à l'échec. Par ailleurs, il convient de noter que le prix d'émission est la condition sine qua non pour que l'opération soit garantie par un intermédiaire financier⁴⁰. Ginglinger (1985) avance que l'opération peut réussir sans l'intervention de la banque, si la probabilité de la chute du cours de l'action en dessous du prix d'émission est nulle durant la période de souscription. Selon l'auteur, le prix d'émission est le prix d'équilibre ou le prix optimal qui égale les intérêts des parties. Il note également que la notoriété de la société, la fragilité du cours de l'action, la tendance du marché voire le contrôle de la société sont des variables susceptibles de conditionner la formation du prix d'émission.

⁴⁰ Ginglinger (1985), note la garantie bancaire à 2,5% du montant public de l'opération et fait supporter le risque d'émission au banquier. L'auteur évalue également le prix d'émission entre 40 et 100% du cours avant l'émission.

➤ Les prévisions des difficultés d'entreprise

La prédiction de la faillite des entreprises fait l'objet de nombreux travaux empiriques depuis plusieurs décennies. Elle se base notamment sur l'analyse économique, financière et boursière des entreprises en difficulté et permet de déterminer les variables capables de qualifier les entreprises en difficulté. **Ces variables peuvent être celles des causes de la faillite et de l'évaluation quantitative du risque de défaillance (Refait, 2004).** Par ailleurs, nous notons que la protection des intérêts des actionnaires et des créanciers est fonction de l'anticipation des difficultés économiques et financières de l'entreprise défaillante. Ainsi, pour se protéger, les entreprises en difficulté doivent respecter leurs covenants, afin de maîtriser leur risque de défaillance. Ce risque de défaut s'analyse comme la violation d'un covenant⁴¹ et le non-respect d'échoir les obligations financières. En outre, le risque de défaut est confirmé par les critères tels que la dégradation de la qualité de la signature de la firme ou de son rating, la diminution des dividendes versés ou encore par la présence d'un avis défavorable d'un audit (Refait, 2004). Plusieurs méthodes, permettent d'analyser les causes de la défaillance d'entreprise dont l'analyse discriminante.

➤ Les modèles structurels du risque de défaut

L'analyse des options est indispensable à l'étude de la défaillance d'entreprise. Comme le notait Black (1985), la meilleure application des options est liée aux dettes risquées. Suivant le fonctionnement de la structure financière, une action est soumise au risque de défaut qui résulte de la défaillance de l'entreprise. Pour Moraux et Renault (2002), le défaut d'une entreprise est la résultante d'un processus qui mène une firme en difficulté à la cessation des paiements. **Ces auteurs ont noté que le risque de défaut précède le risque de faillite.** Ce risque a notamment été évalué à partir de plusieurs modèles, parmi lesquels il y a :

- **Le modèle de Black et Scholes (1973) :** Ce modèle général d'évaluation de la firme est réalisé dans un contexte de marché parfait. Il s'adapte parfaitement à l'analyse des options de l'actif économique de la société en difficulté. Il permet également l'analyse de la position des actionnaires et des créanciers. Par ailleurs, il prédit la valeur que recevront les

⁴¹ Un covenant est une clause d'un contrat de prêt limitant l'action du dirigeant dans l'intérêt du créancier. Elle peut porter sur la vente d'actifs, le versement de dividendes, l'émission ultérieure de dette de même rang, voire sur les investissements à venir (Refait, 2004).

actionnaires à l'échéance du contrat de la dette nette du paiement de la dette. Cette valeur peut être positive ou nulle. Par ailleurs, ce modèle optionnel considère que les actifs de la société sont des options de croissance sur ses actifs.

- **La révélation anticipée du défaut :** Selon Black et Cox (1976), les entreprises prévoient dans les contrats de dettes des limitations nécessaires au déclenchement du défaut en cas des difficultés financières de la société avant l'échéance de la dette. Ce seuil s'analyse comme une provision minimale représentant la valeur globale des actifs de la société et pouvant permettre le remboursement du nominal de la dette selon Moraux et Renault (1999). Selon ces auteurs, ce seuil de défaut reflète le droit des obligataires d'exiger la liquidation de la société. Ce seuil de défaut peut être un ratio d'endettement. Moraux et Renault (1999), affirment que la décision de la banqueroute relève de l'autorité des actionnaires, par conséquent le niveau du seuil est alors implicitement déterminé par ces derniers.

Conclusion du chapitre 1

L'objet de ce chapitre était de construire un cadre conceptuel concernant l'augmentation de capital en situation difficile d'entreprise. Pour y parvenir, nous nous sommes servis du circuit financier comme fil conducteur, afin d'analyser l'impact de l'augmentation de capital dans la zone de gestion de risque. Ensuite, nous avons étudié les caractéristiques de l'augmentation de capital et analysé la situation difficile d'entreprise. Enfin, pour arrêter la littérature avancée, nous avons analysé l'impact optionnel de l'augmentation de capital sur les capitaux propres et sur les dettes. Maintenant, il convient de présenter les enseignements qui ont découlé de la construction de la revue de la littérature.

- **A partir du circuit financier**, nous avons évalué la zone de gestion de risque qui permet d'appréhender les risques financier et de faillite. Nous avons conclu théoriquement que l'augmentation de capital destinée au remboursement des dettes permet de réduire ces risques. En poursuivant sur l'analyse du circuit financier, nous avons admis que toute souscription d'actions augmente les capitaux propres et revalorise la valeur des capitaux propres. La revalorisation des capitaux propres s'assimile à la recapitalisation de la société. Cette recapitalisation a une influence directe sur le risque financier, car la société est mieux valorisée et son risque de faillite est réduit. **Il convient de conclure que l'augmentation de capital permet d'éviter la gestion du risque de faillite, de conforter les créanciers sur le remboursement de leurs créances et les actionnaires sur la sauvegarde de leur patrimoine.** La situation difficile s'affirme et elle s'explique par : la faiblesse du capital social, le surendettement et l'existence du risque de faillite. Par ailleurs, nous avons avancé que l'actionnaire ancien est le principal souscripteur de l'opération d'augmentation de capital. Le créancier n'y intervient pas, car il est le dépositaire des créances sachant que la relation qui le lie à l'actionnaire est bilatérale. En revanche, l'actionnaire ancien majoritaire est le souscripteur privilégié ou potentiel. Il doit souscrire à l'émission d'actions, afin de garantir la réussite de l'opération. Le minoritaire est plus exposé à la dilution. Il doit suivre l'émission et c'est dans son intérêt.

- **Sur la littérature conceptuelle consacrée à l'augmentation de capital**⁴², nous avons affirmé qu'elle convient au problème du désendettement (Ginglinger, 1984) de la

⁴² Cf. les travaux de Gilson et al. (1990).

structure de financement et à celui de la gestion du risque de faillite. En effet, l'augmentation de capital est assimilée à une opération de dernier « recours » qui permet de franchir un « cap difficile ». Elle est effectivement préférable à la faillite si la valeur de continuation de la société est beaucoup plus élevée que sa valeur liquidative (Séverin et Dhennin, 2003). Les recherches de Séverin et Dhennin (2003) ont permis d'identifier les variables capables de mesurer l'influence de la structure actionnariale sur la mesure de restructuration. Parmi ces variables, il y a le levier financier et la concentration de l'actionnariat. Le levier financier évalue le niveau du risque financier et de faillite tandis que la concentration du capital vise à favoriser l'exercice d'un contrôle efficace par les actionnaires. Elle est susceptible d'avoir un impact sur la performance. La littérature de l'augmentation de capital a également permis de distinguer ses caractéristiques. Parmi ses caractéristiques, il y a : les droits préférentiels de souscription qui permettent aux actionnaires de souscrire prioritairement à l'émission d'actions nouvelles. La dilution permet de mesurer la perte de capital ou de pouvoir subie par un actionnaire ancien. Le prolongement de la revue de la littérature de l'opération étudiée, permet de préciser sa finalité. **L'opération vise la recapitalisation des capitaux propres et le remboursement des dettes.** Elle doit augmenter l'indépendance financière de la société envers ses créanciers financiers.

- **Sur l'analyse de la situation difficile**, la littérature a permis de mobiliser un cadre conceptuel. Quelques concepts ont été étudiés tels que la notion de difficulté financière. La difficulté financière revêt plusieurs définitions dont celle de Wruck (1990) qui la considère comme un défaut ou la violation d'un covenant. Dans la poursuite de l'analyse de la situation difficile, ses signaux annonciateurs ont été sélectionnés. Parmi les signaux de la situation difficile, il existe des signaux quantitatifs (comptables, financiers et boursiers) qui sont accessibles, contrôlables et analysables (Van Caillie, 2000) par rapport aux signaux qualitatifs qui peuvent concerner la gestion stratégique ou opérationnelle. **En effet, lorsque la difficulté est de nature financière, la dégradation des ratios comptables et financiers est observée.** Les signes de la fragilité financière sont : le poids d'endettement, l'insuffisance des capitaux propres qui pèsent moins sur l'autonomie financière de la société et la sous-capitalisation. Van Caillie (2004) a également typé les symptômes de la difficulté financière. Il a cité : la baisse de la rentabilité, l'affaiblissement des ressources, l'augmentation de l'endettement et des charges financières, ainsi que la baisse du chiffre d'affaires. Dans l'objectif de délimiter le sujet de recherche (l'augmentation de capital en situation difficile), une définition de l'entreprise en situation difficile a été proposée, afin de guider la suite de la recherche. Nous

avançons également que cette recherche se base deux paradigmes théoriques. **La théorie de signalisation évalue la qualité du signal véhiculé par l'annonce de l'augmentation de capital. La théorie de la lecture optionnelle du bilan permet de mesurer les effets optionnels de l'augmentation de capital sur la structure de financement.**

- **Sur l'analyse optionnelle de l'augmentation de capital**, nous avons admis que l'actionnaire ancien est susceptible de perdre l'intégralité de ses apports, donc de réaliser une perte limitée à la prime de risque (put) et d'enregistrer des profits potentiellement illimités liés à l'augmentation de la valeur de l'actif économique. Quant au créancier, il peut réaliser des profits limités et des pertes quasi-illimitées. Les effets optionnels de l'augmentation de capital sur la structure de financement sont : le remboursement des dettes, la revalorisation des capitaux propres, le non exercice de l'option de vente détenue par les actionnaires, la baisse de la valeur de l'option de défaillance (put), la réduction de la valeur temps des capitaux propres et la réduction du risque de faillite.

Arrivé à la fin de ce chapitre, nous pensons avoir exposé ses objectifs poursuivis et ses constats. Le chapitre qui suit est exploratoire. Son objet est de conforter les théories mobilisées et de fournir un cadre méthodologique nécessaire à la poursuite de cette recherche.

Chapitre 2 : L'étude exploratoire : Le cas CGG

L'étude exploratoire proposée est dédiée à l'investigation du financement par augmentation de capital en situation difficile d'entreprise. Elle constitue la phase exploratoire de ce travail scientifique. Son objet est d'affiner la délimitation du sujet étudié. Par ailleurs, elle devra permettre d'élaborer un protocole méthodologique en confortant la problématique de recherche et les théories mobilisées.

Ci-après, l'architecture du chapitre exploratoire (figure 0.6). Elle sera suivie par la présentation des objectifs de la recherche exploratoire et du plan de la recherche exploratoire (figure 0.7).

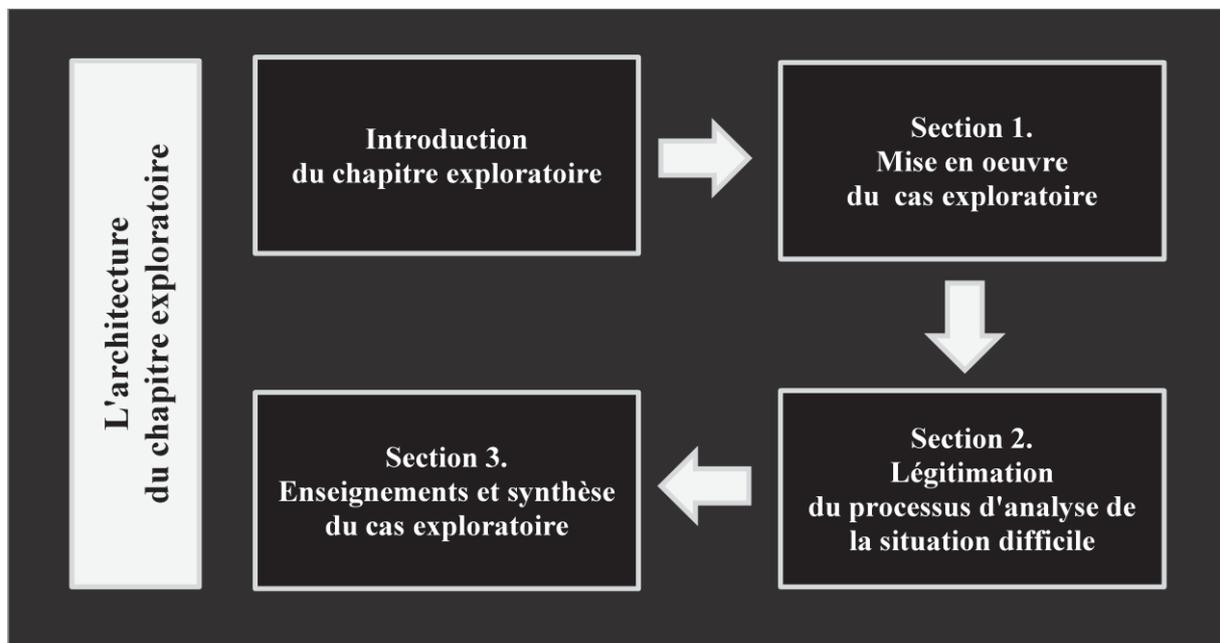


Figure 0.6 : L'architecture du chapitre exploratoire

2.1. Les objectifs de la recherche exploratoire

L'architecture de cette étude exploratoire suit un processus. Il convient d'étayer les objectifs poursuivis :

2.1.1. Objectif n°1 : Affiner la délimitation du sujet

La délimitation du sujet de recherche peut s'effectuer à partir d'une méthodologie exploratoire. Hlady-Rispal (2002) considère la méthodologie de recherche qualitative exploratoire comme une démarche opportune permettant de découvrir en profondeur un objet de recherche nouveau ou peu investigué. Thiétart (1999, 2003) avance que les études quantitatives peuvent débiter sur une étude exploratoire. Par ailleurs, l'objectif de la recherche est de conduire à l'observation rapide d'« un morceau de la réalité » (Boutigny, 2005 : 59).

2.1.2. Objectif n°2 : Elaborer un protocole méthodologique

La conception d'un cadre méthodologique est indispensable à toute recherche vouée à la création de la connaissance. Ainsi, Wacheux (1996) considère que la combinaison des pôles épistémologique, théorique et empirique est la voie idéale à la production d'un savoir véritable. En effet, la construction du protocole méthodologique servira à tester empiriquement les augmentations de capital en contexte difficile et donnera lieu à des enseignements nouveaux sur ce phénomène⁴³ d'étude.

2.1.3. Objectif n°3 : Conforter la problématique et les théories mobilisées

L'étude exploratoire vise à conforter l'intérêt du sujet ou de la question de recherche. En effet, la création des connaissances en sciences de gestion incite à légitimer une problématique au sens d'un « problème concret » (Thiétart, 1999, 2003 : 49) ou d'une « question à résoudre »⁴⁴ qui interpelle le scientifique. Par ailleurs, l'analyse minutieuse du cas exploratoire doit respecter les conseils de Hlady-Rispal et de Thiétart sur l'affirmation des théories mobilisées permettant d'appréhender l'objet de recherche et de le soumettre à la validation empirique.

⁴³ Lexicographie du substantif « phénomène » : Ce que l'on observe ou constate par l'expérience et qui est susceptible de se répéter ou d'être reproduit et d'acquérir une valeur objective, universelle. Source : CNRTL, consultée le 07 août 2014, <http://www.cnrtl.fr/lexicographie/phénomène>.

⁴⁴ Le substantif « problème » est défini dans le domaine scientifique comme une question à résoudre par des méthodes logiques, rationnelles et trouve l'une de ses origines dans le terme latin *problema* qui signifie « problème, question à résoudre ». Etymologie consultée sur le site du CNRTL : <http://www.cnrtl.fr/etymologie/problème>, le 07 août 2014.

2.2. Le plan de la recherche exploratoire

Le plan de cette recherche exploratoire est triple. La première section a pour objet d'exposer l'utilité de la méthode de recherche par l'étude de cas, puis de présenter le cas exploratoire proprement dit à partir de la collecte de données. La deuxième section portera sur la légitimation de l'objet de recherche et le processus d'analyse de la situation difficile. Il s'agira premièrement de légitimer l'objet de la recherche à partir de l'identification des causes comptables, financières et boursières de la situation difficile. Deuxièmement, l'objet de la recherche portera sur l'analyse des réactions des actionnaires anciens pendant l'augmentation de capital. Troisièmement, la recherche proposera un essai d'effet d'annonce à partir d'un cas unique. Enfin, la troisième section dévoilera les enseignements pour la suite de la recherche. Les points à aborder sont liés aux enseignements de la recherche et à la synthèse du cas exploratoire.

La figure ci-après (figure 0.7) représente les objectifs de la recherche, le design de la recherche et le plan définitif de ce chapitre exploratoire :

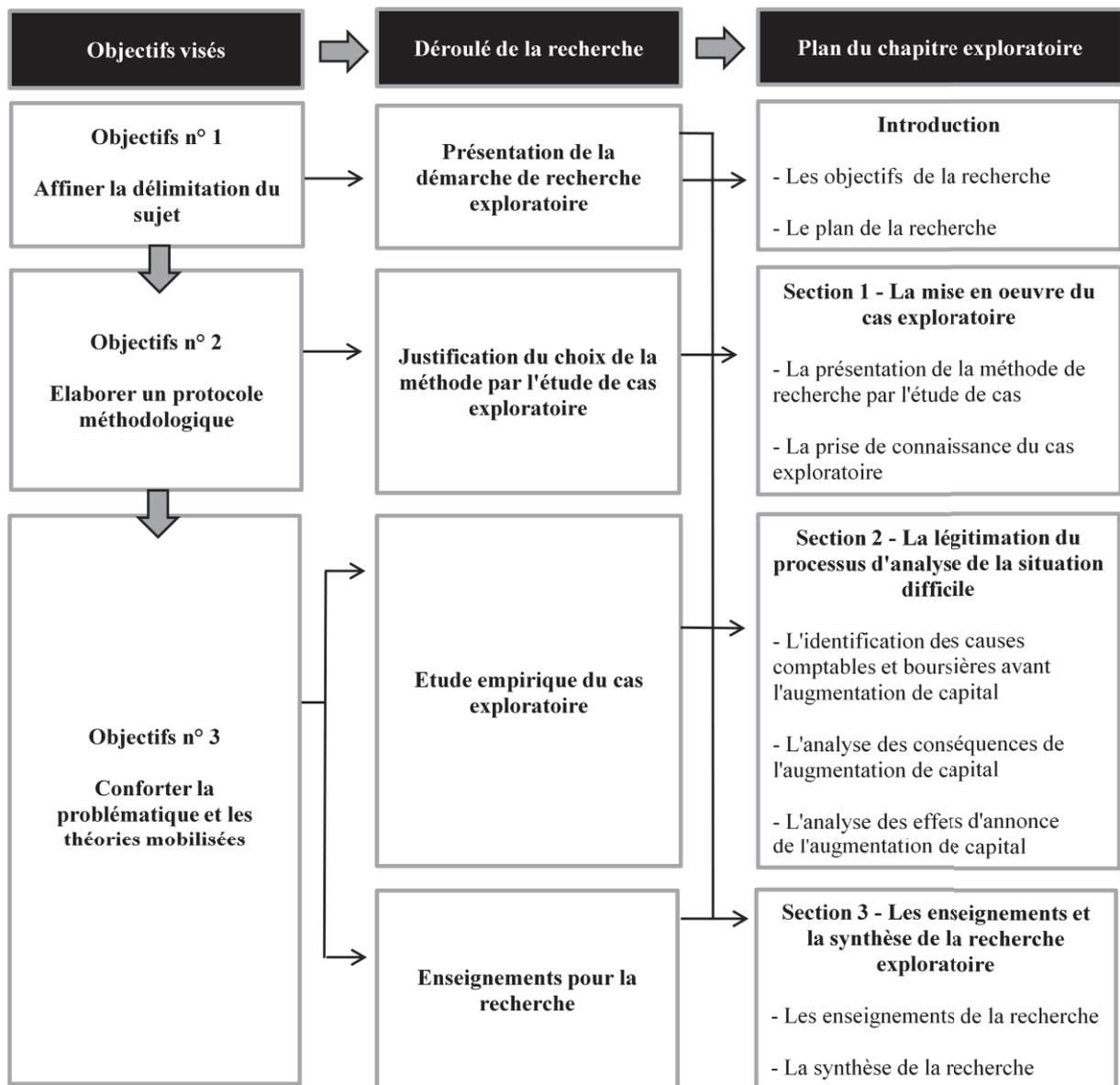


Figure 0.7 : Le plan du chapitre exploratoire

2.3. Section n° 1 : La mise en œuvre du cas exploratoire

L'objet de cette section est de justifier le choix de la méthodologie de recherche par l'étude de cas et de présenter le cas exploratoire. Par ailleurs, les objectifs, le déroulé et le plan de la section qui sont dédiés à l'opérationnalisation de la recherche exploratoire sont précisés dans la figure ci-dessous (figure 0.8) :

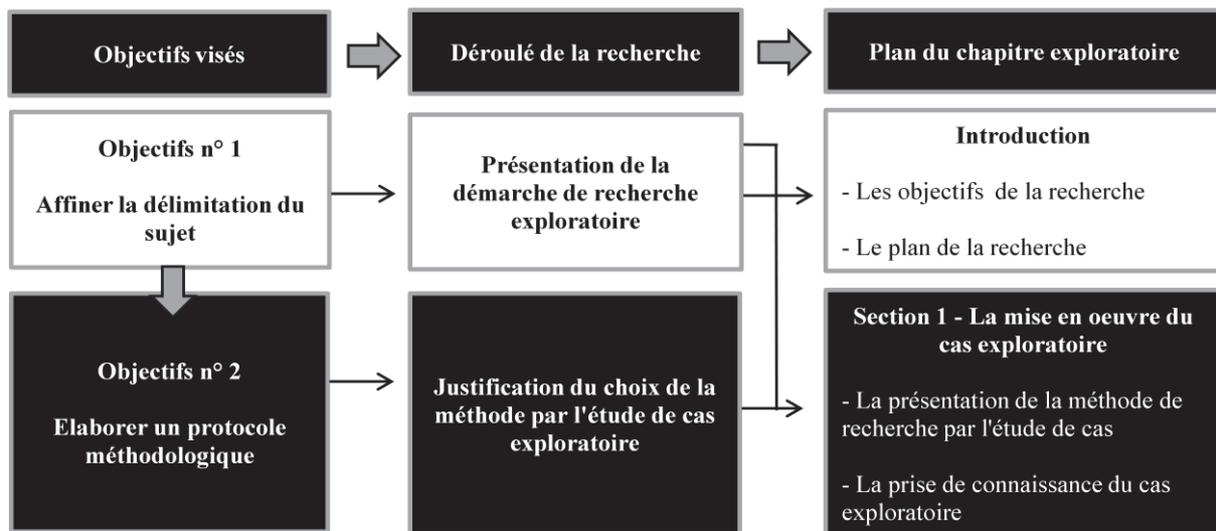


Figure 0.8 : L'architecture de la section 1 du chapitre exploratoire

2.3.1. La présentation de la méthode de recherche par l'étude de cas

Selon Woodside et Wilson (2003), la méthodologie par l'étude de cas est une méthode de recherche permettant de décrire, d'expliquer, de prédire et de contrôler les processus inhérents à de divers phénomènes tels que les individuels ou les organisations. Stake (1994) affirme que l'étude de cas est utilisée pour exprimer un point de vue sur un apprentissage. Il s'agit d'une méthode permettant de transposer les méthodes d'analyse qui ont été testées sur un cas à un test empirique plus large. Par ailleurs, la méthode de recherche doit assurer une collecte des données très diverses (Hlady-Rispal, 2002). Sachant que la méthode de recherche se base sur un cas exploratoire, ce cas dérive d'une sélection. Il est unique, représentatif du phénomène étudié et devra conduire à formuler un protocole méthodologique. Le cas exploratoire choisi est celui de la compagnie générale de géophysique (CGG)⁴⁵.

Concernant la méthodologie de recherche par l'étude de cas, il convient de noter qu'elle est avantageuse et qu'elle permet l'analyse d'une situation fine de gestion dans toute sa profondeur. Cette analyse est dite « systémique ». Elle s'adapte au contexte de la recherche en permettant une analyse fondée sur la compréhension en profondeur du phénomène. Son inconvénient résulte dans sa difficulté à généraliser les résultats. Par ailleurs, la démarche

⁴⁵ CGG ou Compagnie générale de géophysique. Le cas CGG a été étudié par Pascal QUIRY et Yann LE FUR. Nous avons repris les données de base de ce cas et avons approfondi l'étude. Source : La centrale de cas et de médias pédagogiques – CCMP.

produite devra assurer la vérification des résultats, rassurer sur la méthodologie suivie et sur l'exactitude des résultats.

En résumé, la méthode par l'étude de cas est à visée compréhensive, c'est-à-dire qu'elle permet d'affiner la délimitation du sujet, de préciser le protocole méthodologique et de conforter la problématique et les théories mobilisées.

2.3.2. La prise de connaissance du cas exploratoire : Le cas CGG

L'objet de cette partie est de présenter succinctement le cas CGG, son histoire, son cœur de métier et les événements marquants de son évolution. D'autres éléments susceptibles de conforter la présentation de ce cas seront illustrés tels que les informations relatives à son capital et à sa cotation.

2.3.2.1. Les informations générales sur le cas CGG

La société a été constituée le 27 mars 1931 pour une durée de 99 ans soit jusqu'au 26 mars 2030, sauf en cas de dissolution anticipée ou de prorogation décidée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Cette société a été dénommée « Compagnie Générale de Géophysique » à sa création. Elle a conservé sa dénomination jusqu'à la veille de sa fusion avec la société Veritas en 2006. Par ailleurs, CGG est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de paris sous le numéro 969202241 RCS Paris. Son Code APE est 7010Z (en 2012). Le siège social de CGG est situé à la Tour Maine Montparnasse au 33 avenue du Maine, 75015 Paris - France. Cette société est constituée en société anonyme et régie par le code de commerce selon le décret N° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales ainsi que par les dispositions des lois et règlements français. Sur l'objet de CGG, il convient de retenir qu'elle exploite sous quelques formes et conditions que ce soient, toutes les affaires se rapportant à l'étude géophysique du sous-sol et du sol en tout pays et ce pour le compte de tiers ou pour son propre compte.

2.3.2.2. Les informations sur le capital et sur la cotation du titre CGG

Les actions de CGG sont admises aux négociations sur le premier marché d'Euronext Paris S.A. (Compartiment A) et sont éligibles au service de règlement différé. Ces mêmes actions

sont admises depuis le 14 mai 1997 à la cote du New York Stock Exchange⁴⁶. Par ailleurs, le tableau d'évolution du capital de CGG est présenté en annexe à la page 286.

2.3.2.3. Les informations sur l'évolution d'activité de CGG

➤ Sur l'évolution de son activité

Après quelques années de croissance rapide au début des années 1980 principalement sur le continent nord-américain, l'industrie sismique mondiale a connu une série de crises gagnant peu à peu l'ensemble des marchés lors de l'effondrement du prix du pétrole brut au printemps 1986. Par ailleurs, l'évolution du marché mondial dans les années 1990 s'était révélée défavorable à CGG en raison de l'amélioration significative de la conjoncture sur le marché nord-américain où CGG avait perdu ses positions et du développement rapide de nouveaux concurrents. Fin 1994, CGG s'était engagée dans un programme de restructuration permettant de reconquérir ses parts de marché et d'améliorer sa rentabilité en réduisant ses coûts voire en renforçant sa capacité d'acquisition et de traitement de données sismiques. Début 1997 et suite à cette restructuration, CGG a procédé à une augmentation de capital et une introduction en bourse au New York Stock Exchange afin d'abaisser son endettement bancaire, de financer sa stratégie de développement et d'asseoir sa notoriété internationale dans le secteur parapétrolier. **Fin 1998 et durant l'exercice 1999, l'industrie sismique étant fortement dépendante des aléas de l'offre et de la demande du secteur pétrolier, a été affectée par un fort déclin du prix des hydrocarbures.** Ainsi, pour faire face à cet environnement en rapide mutation, le Groupe s'est alors engagé dans un vaste programme de restructuration de son bilan destiné à réduire ses coûts fixes et à assainir sa situation financière en se désendettant. **L'augmentation de capital étudiée est réalisée à l'automne 1999 avec pour objectif de réduire l'endettement.**

➤ Sur la description de son activité

CGG est l'un des premiers prestataires internationaux des services géophysiques intégrés et de logiciels ainsi que l'un des premiers fabricants d'équipements géophysiques. Ses principaux clients sont des compagnies pétrolières et les compagnies gazières qui utilisent l'imagerie

⁴⁶ Source : Rapport annuel de l'année 2000 de CGG.

sismique comme support à l'exploration et au développement des réserves. Par ailleurs, CGG organise ses opérations en deux secteurs d'activité principaux à savoir : les Services (services géophysiques) et les Produits (équipements sismiques). Les services géophysiques recouvrent les techniques d'acquisition des données sismiques terrestres, marines et de réservoir. Les produits géophysiques constituent les équipements fabriqués par CGG, afin de réaliser ses activités sismiques. En outre, CGG organise ses services sur le plan fonctionnel autour de 4 régions : Amériques, Asie-Pacifique, Europe & CEI, Afrique.

➤ **Sur les caractéristiques de son activité**

La demande des services et produits de CGG dépend du niveau des dépenses d'investissement des compagnies pétrolières dans les activités d'exploration et de production. Ces dépenses dépendent largement du prix du pétrole et du gaz naturel dont les fluctuations peuvent affecter l'offre et la demande ainsi que certains facteurs que CGG ne peut contrôler, tels que la situation politique et économique internationale, les réglementations et les décisions politiques de l'organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). En effet, tout effet significatif sur ce prix ou sur l'instabilité du cours de change tend à restreindre la demande des services et produits de CGG en affectant son activité. Maintenant, il convient de noter les facteurs dont CGG dépend :

➤ **La dépendance à l'égard des clients**

A l'image de nombreuses sociétés de services dans l'industrie pétrolière, CGG réalise un pourcentage important du chiffre d'affaires consolidé avec un nombre relativement réduit de clients. En 1999, les deux clients les plus importants en termes de pourcentage du chiffre d'affaires consolidé de CGG sont Shell et Total Fina Elf à hauteur respectivement de 8,3% et de 8%. Ainsi, la perte de l'un des deux clients aurait un effet significatif sur le chiffre d'affaires.

➤ **La dépendance à l'égard des fournisseurs**

Le processus de fabrication de CGG dépend d'un approvisionnement en composants de haute qualité. Ainsi, les incidences liées aux problèmes d'approvisionnement et de contrôle de

qualité entraîneraient des difficultés importantes sur la capacité de CGG à honorer ses engagements de production et de vente. Cette situation affecterait l'activité de CGG.

➤ **La dépendance à l'égard des brevets**

CGG est régulièrement dans une stratégie d'appropriation pour protéger ses produits et logiciels en déposant des brevets, des marques, des droits d'auteur ou tout autre moyen adéquat. Ces différentes formes de protection représentent les actifs de la société.

➤ **L'environnement et la sécurité**

CGG est un acteur mondial des services et équipements et reconnaît les enjeux liés à l'environnement et à la qualité de la vie, ce qui constitue une part intégrale et fondamentale dans la conduite de ses activités. Elle s'efforce d'améliorer continuellement ses performances environnementales en participant à des initiatives de développement durable, en aidant à protéger l'environnement et en se conformant à toutes les réglementations environnementales des pays où elle opère.

➤ **La Concurrence⁴⁷**

En termes de concurrence, CGG est soumise à une forte concurrence internationale. La plupart des contrats donnent lieu à un processus d'appel d'offres. Le prix est un élément majeur dans l'attribution des contrats. Cependant, d'autres éléments tels que la disponibilité du matériel, la qualité du service, la capacité et la performance technique, ainsi que la réputation, l'expérience et les relations avec la clientèle sont également pris en compte. Aucune société ne concurrence CGG sur l'ensemble de ses secteurs d'activité. Néanmoins, dans chaque secteur CGG est concurrencée par des entreprises dont certaines sont plus importantes et disposent de ressources financières plus étendues.

⁴⁷ Données extraites du rapport annuel de l'année 1999 de CGG.

➤ Les facteurs de risques⁴⁸

CGG fait face à des risques liés à son activité. Parmi ses risques, il y a :

- Les incertitudes sur l'environnement économique et la volatilité des prix du pétrole et du gaz ;

- Le groupe doit assumer des risques inhérents à ses opérations internationales. Ses risques sont liés à l'instabilité des économies et des gouvernements de certains pays (enregistrements des reports de projets), à l'éventualité des risques de guerre, de révolte affectant les budgets et plannings, à des risques de piraterie (retard dans l'édition des contrats) ;

- CGG a des coûts fixes élevés, à supporter indépendamment du volume d'activité ;

- **CGG est surendettée et risque de ne pas respecter ses engagements financiers.**

La baisse significative des prix du brut débutée en 1998 a affecté de façon significative les résultats de 1998 voire ceux de 1999. Des pertes nettes d'exploitation sont enregistrées fin 1998 et au premier semestre 1999, ce qui remet en cause la capacité de CGG à respecter ses ratios d'endettement. Le non-respect par CGG des engagements ou conditions prévus dans ses contrats pourrait être atteint et constituer un cas de défaut, ce qui permettrait aux créanciers d'exiger leurs créances par anticipation. Par le jeu des clauses de défaut croisé, ce défaut pourrait entraîner l'exigibilité des autres dettes de CGG. Cette situation ne faciliterait pas CGG dans l'obtention des financements alternatifs, qui seront ainsi soumis à des conditions rudes. Ainsi, pour remédier aux difficultés rencontrées, CGG a procédé au lancement de l'augmentation de capital avec DPS afin de rembourser une partie de ses dettes.

2.4. Section n° 2 : La légitimation de l'objet de recherche : Le processus d'analyse de la situation difficile

Cette section est empirique. Son objet est d'identifier les variables explicatives de la situation difficile d'entreprise. Elle vise également de profiler l'entreprise en situation difficile. Parmi les méthodes d'analyses qui seront mobilisées et qui permettront d'identifier les variables de difficulté, il y a : l'analyse économique, financière et boursière.

⁴⁸ Source : rapport annuel de l'année 1999 de CGG.

Ainsi, les objectifs, le déroulé et le plan de cette section sont rappelés dans la figure suivante (figure 0.9) :

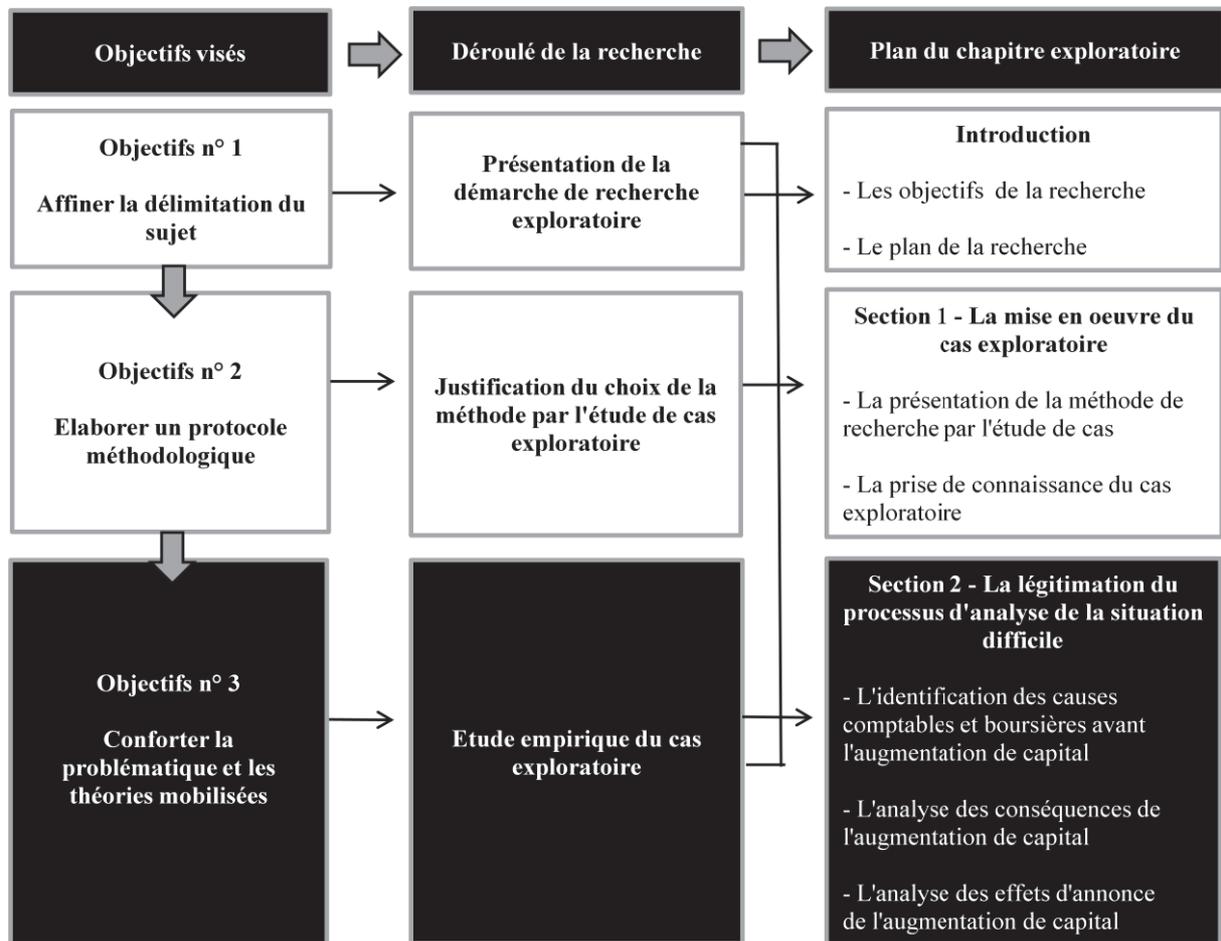


Figure 0.9 : L'architecture de la section 2 du chapitre exploratoire

2.4.1. L'identification des causes comptables et boursières⁴⁹ de la situation difficile de CGG avant son augmentation de capital du 05 novembre 1999

Les analyses proposées ont pour objet d'apprécier à partir des indicateurs clés, la situation difficile d'entreprise. Elles permettront également de mesurer la création ou la destruction de la valeur actionnariale. La création de valeur est utile et se définit comme : « un excès de résultat par rapport aux attentes exprimées » dans les approches actionnariales et partenariales (Cadiou C., 2008 : 13-14).

Dans les pages suivantes, sont analysés les indicateurs stratégiques, économiques, financiers et de marché de CGG indispensables à l'appréhension des difficultés. Ces indicateurs sont regroupés dans un tableau de synthèse. La période d'analyse est celle de 1996 à 1999. La collecte des données permet de distinguer trois phases d'analyses :

⁴⁹ Cette analyse impose la connaissance des indicateurs suivants :

- ROE (return on equality en anglais) est le rapport du résultat net sur les capitaux propres. Ce résultat est aussi noté Rcp qui signifie rentabilité des capitaux propres ou R_f (rentabilité financière). ROCE (return on capital employed en anglais) ou Re symbolise la rentabilité économique par opposition à la rentabilité financière ROE. C'est le rapport du résultat d'exploitation après impôt sur l'actif économique. ROE et ROCE sont des indicateurs de performance patrimoniale. A noter que Rcp se calcule également à partir de la rentabilité économique et de l'effet de levier.
- Le levier financier est donné par le rapport des dettes sur les capitaux propres. L'effet de levier par contre peut se formuler par la différence entre la rentabilité financière et la rentabilité économique. Il explique la rentabilité des capitaux propres en fonction du coût de l'endettement net et de la rentabilité économique. Un effet de levier positif suppose un endettement important et des résultats plus qu'encourageants. En revanche, un effet de levier négatif traduit la destruction de la valeur économique et des marges d'exploitation. L'effet de levier négatif signifie aussi que la rentabilité financière est inférieure à la rentabilité économique. Par ailleurs, l'effet de levier négatif est également appelé l'effet de massue. L'effet de levier se calcule à partir du levier financier facteur de la rentabilité économique moins le coût de l'endettement net, c.à.d. $[(Re - i) * D / CP]$.
- Le coût de l'endettement net noté i dans cette recherche, est considéré comme le coût supporté par l'entreprise compte tenu de l'ensemble des emprunts effectués et se calcule comme suit : $[CF * (1-IS)] / D$ avec CF qui désigne les charges financières, IS : l'impôt sur les sociétés et D les dettes. Ce coût peut aussi se calculer à partir de la formule de l'effet de levier et c'est le cas dans cette étude de cas.
- Les marges d'exploitation mesurent le rapport du résultat après impôt par le niveau de chiffre d'affaires réalisé et se calcule suivant cette formule : $[RE*(1-IS)] / CA$, avec RE qui désigne le résultat d'exploitation et CA, le chiffre d'affaires.

- La première phase est liée à l'identification et à l'analyse des causes de la situation difficile du cas exploratoire. Elle concerne la période de 1996 au 30 juin 1999. Cette phase correspond à la période pré-augmentation de capital ;

- La deuxième phase est relative à l'incorporation des données d'augmentation de capital dans les états financiers et à l'analyse des réactions des actionnaires face à l'opération. La période d'analyse est celle du deuxième semestre 1999. Cette période correspond à la période d'événement ou du lancement d'augmentation de capital ;

- La troisième phase est postérieure à l'année 1999. Les données de cette phase ne seront pas analysées. L'analyse de cette phase constitue une piste de recherche future.

Nous allons maintenant présenter les différents tableaux (tableau 0.3, tableau 0.4, tableau 0.6 et le tableau 0.7) des variables de difficulté. Chaque tableau sera suivi par l'analyse de ses variables.

2.4.1.1. La mesure de la performance et l'identification des causes de la situation difficile au 30 juin 1996

Données de base (en millions d'euros)	1996	1997	1998	1999 (Semestre 1)
Données comptables				
Disponibilités	0	0	0	0
Actif courant	225	303	277	272
Actif non courant	142	164	201	243
Passif courant	175	203	206	199
Passif non courant				
Capitaux propres	103	212	178	148
Endettement net	89	52	94	168
Résultat net	0,3	25	-32	-35
Indicateurs de situation et poids des dettes				
Croissance du CA : (CA.n – CA.n-1 / CA.n-1)	N.C.	49%	-11%	-60%
Endettement net / EBIT	556,25%	96,30%	-671,43%	-700,00%
Endettement net / Valeur de marché (CB*)	65,68%	11,95%	17,01%	71,95%

Suite du tableau

	1996	1997	1998	1999 (Semestre 1)
Les agrégats du Bilan				
Besoin en fonds de roulement (BFR)	50	100	71	73
Trésorerie nette (TN)	0	0	0	0
Fonds de roulement net (FRN)	50	100	71	73
Actif économique (AE)	192	264	272	316
Indicateurs économiques, financiers et de rentabilité				
Rentabilité économique (Re ou ROCE)	5,50%	13,50%	-3,40%	-5,01%
Rentabilité financière (Rcp ou ROE)	0,29%	11,79%	-17,98%	-23,65%
Coût de la dette (i)	11,53%	20,46%	<u>24,21%</u>	<u>11,40%</u>
Levier financier (D/CP*)	0,86	0,25	0,53	<u>1,14</u>
Effet de levier	-5,21%	-1,71%	-14,58%	-18,64%
Marge d'exploitation (RE // CA)	2,25%	5,09%	-1,48%	-6,39%

Suite du tableau

	1996	1997	1998	1999 (Semestre 1)
- Capacité d'autofinancement (CAF)	57	118	50	0
Flux d'exploitation	34	68	79	<u>-2</u>
Flux d'investissement	-62	-115	-121	<u>-77</u>
Flux de trésorerie disponible	-28	-47	-42	-79
Flux de financement	38	84	0	5
- dont Augmentation de capital	38	84	0	5
- dont dividendes versés	0	0	0	0

Tableau 0.3 : La mesure de la performance et l'identification des causes de la situation difficile de CGG avant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999

2.4.1.2. L'analyse des données comptables et financières : Période de janvier 1996 au 30 juin 1999

Les analyses des causes de la situation difficile sont présentées ci-après :

➤ Les capitaux propres, l'endettement net et le résultat net

Suivant les états financiers, en fin d'année 1998, une perte nette de 32 millions d'euros est constatée. Au premier semestre de l'année suivante, c'est-à-dire au 30 juin 1999, la situation difficile se confirme. Elle est corroborée par une perte nette de 35 millions d'euros. Elle est suivie par un endettement largement supérieur aux capitaux propres, respectivement de 168 millions d'euros contre 148 millions d'euros. Ces variables attestent la présence d'un fort risque financier, sachant que le risque financier et de faillite sont réciproques. En effet, les capitaux propres, l'endettement net et le résultat net sont des indicateurs prisés par les investisseurs pour évaluer la structure de financement. L'évaluation consiste à mesurer la performance et la pérennité de la société, ainsi que son indépendance vis-à-vis des créanciers financiers. **Le jugement qui convient de porter à cette société compte tenu de ses trois indicateurs d'analyse est qu'elle est en présence d'un risque financier et de faillite, car ses résultats sont continuellement déficitaires. Elle est également surendettée, car ses dettes sont supérieures à ses capitaux propres.** Cette situation la rend moins autonome et dépendante des décisions des créanciers.

➤ Le fonds de roulement net (FRN)

Le fonds de roulement net traduit la capacité de l'entreprise à échoir ses obligations. Sur le court terme, il est déterminé par la différence entre l'actif circulant et le passif circulant. Sur le long terme, il s'obtient par la différence entre le financement permanent et l'actif immobilisé, sachant que le financement permanent regroupe les capitaux propres et les dettes à moyen et long terme. Le fonds de roulement permet d'apprécier la structure de financement et le risque de faillite, car la diminution ou l'absence voire la présence d'un fonds de roulement négatif traduit les difficultés futures de la société à honorer ses échéances de règlement. Au 30 juin 1999, le FRN est de 73 millions d'euros. Ce FRN est en baisse et ne permet pas de financer l'activité voire de rembourser les dettes sur le long terme. Il est lié au BFR qui exprime la couverture des dettes à court terme par la valeur des créances et des

stocks. **Il convient de souligner suivant notre fonds de roulement, que les créanciers ne sont pas protégés et ne sont pas assurés d'être remboursés sur le long terme, ce qui conforte le risque financier et de faillite.**

➤ **La capacité d'autofinancement (CAF)**

Elle mesure la richesse interne créée par la société voire son potentiel à se ré-endetter. L'observation des données de CGG affiche une CAF de 50 millions d'euros au 31 décembre 1998 et une CAF nulle au 30 juin 1999. **L'absence de la CAF en juin 1999 signifie que la société n'a pas de potentiel d'endettement et qu'elle ne peut pas procéder à un endettement supplémentaire. Cette CAF nulle signifie également que la société ne crée pas de valeur économique, mais au contraire qu'elle en détruit, ce qui illustre les difficultés de financement et le risque de faillite⁵⁰ probable.**

➤ **Le coût d'endettement net⁵¹**

Le coût d'endettement net est le taux de rémunération des créanciers financiers. Ce coût traduit également le niveau d'endettement de la structure financière. Les données comptables de CGG affichent un coût d'endettement de 11,4% au 30 juin 1999. Ce qui est énorme comme taux de rémunération des créanciers sur un semestre. Cela signifie que les actifs de la société sont risqués.

➤ **La rentabilité économique (Re ou ROCE)**

Cet indicateur mesure la performance économique dégagée par l'activité économique de la société compte tenu de ses opérations d'exploitation. Elle correspond au rapport du résultat

⁵⁰ Le risque financier se traduit dans l'incapacité de faire face aux échéances et le risque de faillite est caractérisé par la cessation des paiements qui en est le fait générateur.

⁵¹ i. est le coût de l'endettement net. Les charges financière sont négatives, l'impôt ne peut pas être appliqué pour trouver ce coût. Ce coût a donc été trouvé à partir de la formule de l'effet de levier. Si, les rentabilités économiques et financières ainsi que le levier financier sont trouvés, alors le calcul du coût de l'endettement net devient possible. Un coût d'endettement supérieur à la rentabilité économique traduit la présence de l'effet de massue. Dans ce cas la rentabilité économique est supérieure à la rentabilité financière. Cela signifie que l'activité économique ne crée pas de valeur.

d'exploitation après impôt sur l'actif économique. En effet, une rentabilité économique négative signifie que l'outil industriel ne crée pas de valeur économique et qu'il génère un chiffre d'affaires insuffisant pour couvrir l'ensemble des charges. **En revanche, nous constatons que le ROCE est de -5,01% au 30 juin 1999. Ce résultat signifie que la société ne crée pas de rentabilité économique.** En effet, son chiffre d'affaires est affecté par la baisse des prix du pétrole, ce qui remet en cause les perspectives d'investissement et le respect des échéances de règlement. Cette situation est préjudiciable pour la continuité d'activité de la société.

➤ **La rentabilité des capitaux propres (Rcp) et l'effet de levier**

La rentabilité des capitaux propres encore appelée rentabilité financière, mesure la performance financière créée par l'activité de la société en tenant compte de toutes les politiques (d'investissement, financière et fiscale) qui ont une incidence sur le résultat net. Cette variable s'exprime par le rapport du résultat net sur les capitaux propres. L'effet de levier par contre explique le taux de rentabilité des capitaux propres par rapport à celui de l'actif économique et du coût de la dette. Il s'agit de l'effet amplificateur de la rentabilité financière par rapport au coût d'endettement et à la rentabilité économique. Par ailleurs, il convient de noter que la rentabilité des capitaux propres et l'effet de levier permettent de mesurer la valeur créée par l'équipe managériale. En effet, suivant les données de CGG, il est constaté respectivement au 31 décembre 1998 et au 30 juin 1999, une rentabilité financière de -17,98% et de -23,65%. Les mêmes tendances se confirment pour l'effet de levier sur les mêmes périodes avec -14,58% contre -18,64%. **Ces résultats indiquent que la société détruit de la valeur financière.** L'incidence du coût d'endettement sur l'effet de levier est nulle, car elle est anéantie par la rentabilité économique. La rentabilité financière est négative comme la rentabilité économique. La rentabilité financière dépend surtout du résultat net et des capitaux propres. **En conclusion, la destruction de la valeur financière et l'absence des économies fiscales constituent une perte d'opportunité pour les actionnaires, ce qui engendre des conflits et augmente la pression créancière sur la société.**

➤ **Le levier financier (D/CP*)**

Le levier financier également appelé bras du levier financier, mesure le poids de la dette dans la structure de financement. Suivant les données de CGG, cet indicateur est évalué à 0,53 au

31 décembre 1998 et à 1,14 au 30 juin 1999. **L'observation de ces données montre une augmentation d'endettement et donc une augmentation du risque financier et de faillite.** En effet, un levier financier supérieur à 1 traduit la présence du risque financier et de faillite. En revanche, le seuil du levier financier dépend de la considération qui lui est accordée par les actionnaires et les créanciers, car une société possède un seuil à ne pas dépasser.

➤ **Le ratio d'endettement net sur valeur de marché**

Cette variable mesure le poids d'endettement net dans la valeur de marché de l'entreprise. La valeur de marché est mesurée comptablement par les capitaux propres et financièrement par la capitalisation boursière. **Ce ratio est une mesure de la déperdition de la valeur de marché.** Par ailleurs, ce ratio a des répercussions sur le cours de la société et peut provoquer la méfiance des investisseurs envers le titre. Suivant les données de CGG, le taux de ce ratio est passé de 17,01% au 31 décembre 1998 à 71,95% au 30 juin 1999. **Cette constatation indique une augmentation de l'endettement⁵² et du risque de faillite de la société.**

➤ **Le chiffre d'affaires**

Le chiffre d'affaire représente les recettes accumulées par la société. Il permet à la société de couvrir ses charges liées à la vente, à la production des biens et services. **La variation négative du chiffre d'affaires traduit le risque économique et la défaillance éventuelle de la société.** La variation du chiffre d'affaires est passée de -11% au 31 décembre 1998 à -60% au 30 juin 1999. **Cette baisse est liée au prix de vente du baril du pétrole.**

2.4.1.3. L'analyse des données boursières : Période de janvier 1996 au 30 juin 1999

Les indicateurs boursiers sont utiles et fréquemment associés aux décisions d'investissement et de financement. Ils sont également utilisés pour mesurer la création de valeur financière produite par la société à partir des données de marché. Ci-après le tableau boursier de CGG et l'interprétation des indicateurs (tableau 0.4) :

⁵² L'endettement net est un ensemble des concours bancaires de court terme, dettes financières de court terme, des dettes financières de long terme nets des disponibilités et titres de placement à court terme.

Tableau de bord boursier de CGG au 30 juin 1999

Données de base	1996	1997	1998	1999 (Semestre 1)
Cours	35	86	109	46
Nombre d'actions	3 871 442	5 061 867	5 069 948	5 075 660
Capitalisation boursière (en millions d'euros)	136	435	553	233
Capitaux propres (en millions d'euros)	103	212	178	148
Indicateurs boursiers				
BPA	0,08	4,94	-6,31	-6,90
PER	451,67	17,41	NS	NS
PBR	1,32	2,05	3,10	1,58

Tableau 0.4 : Tableau de bord boursier de CGG avant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999

➤ **Le PER**⁵³

Le PER mesure l'enrichissement théorique de l'actionnaire pendant l'année rapporté à une action. Contrairement au dividende, le PER n'est pas un flux financier (Quiry et Le Fur, 2009 : 560). Le PER est un multiple de capitalisation des capitaux propres. Son absence véhicule un signal défavorable sur les résultats présents et futurs de la société. En effet, dans le cas de CGG, la situation difficile est confortée par un PER non significatif (NS) qui signifie que le résultat net de la société est négatif. C'est le cas au 30 juin 1999. Le résultat est affecté par la variation négative du chiffre d'affaires qui est une conséquence du cours du pétrole.

➤ **Le PBR**⁵⁴

Le Price to book ratio (PBR) ou le ratio de Maris traduit l'anticipation de la valorisation de la valeur actionnariale par les investisseurs. Il mesure le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres. Si le PBR est inférieur à 1, cela signifie que la rentabilité des capitaux propres (Rcp) est inférieure à la rentabilité exigée (Kcp). Les données boursières de CGG affichent un PBR de 1,58 au 30 juin 1999. Ce résultat montre que les actionnaires espèrent la réussite du projet de recapitalisation et anticipent la valorisation future du cours de l'action. En effet, l'observation des données de CGG affichent une capitalisation boursière de 233 millions d'euros contre 148 millions d'euros de capitaux propres.

2.4.2. L'analyse des réactions des actionnaires anciens pendant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999

2.4.2.1. Le déroulement de l'augmentation de capital

L'opération d'augmentation de capital de CGG a eu lieu en novembre 1999. **Il s'agit d'une opération avec les droits de souscription dont le produit d'émission est destiné au**

⁵³ Le PER est un multiple de valorisation du cours. Il s'obtient à partir du rapport du cours sur le bénéfice par action (BPA).

⁵⁴ Le PBR (Price to book ratio), mesure le rapport entre la valeur de marché de l'entreprise et sa valeur comptable. Cet indicateur est très utilisé par les investisseurs pour mesurer l'anticipation de la création ou de la destruction de la valeur actionnariale. Il s'agit d'un rapport efficace en termes d'anticipation de valorisation de la valeur et de la performance actionnariale.

remboursement des dettes. Sa notice d'information a été publiée au BALO le 05 novembre 1999. Les caractéristiques relatives à l'admission de valeurs mobilières de cette augmentation de capital sont listées ci-après. Ses caractéristiques sont nombreuses parmi lesquelles il y a la période de souscription qui s'étale du 11 novembre au 24 novembre 1999 inclus. Par ailleurs, en plus de la souscription directe des actions, les titulaires des options de souscription d'actions assorties de droits préférentiels de souscription pourraient les exercer et souscrire à l'émission d'actions nouvelles au même titre que les autres actionnaires de la société jusqu'au 24 novembre 1999 inclus. Ces titulaires d'options de souscription d'actions pourraient exercer ou céder leurs droits préférentiels de souscription. En ce qui concerne la création d'actions nouvelles envisagée, elle est de 2 408 589 actions nouvelles. La totalité des options de souscription d'actions exerçables se monte à 68 248 actions. Analysons à présent les caractéristiques de l'émission⁵⁵ :

➤ **Les renseignements relatifs à l'émission**

Les autorisations nécessaires au lancement de l'augmentation de capital ont été confiées par l'assemblée générale mixte du 20 mai 1999 au conseil d'administration (CA) pour une durée de 26 mois, les pouvoirs nécessaires pour procéder en une ou plusieurs fois tant en France qu'à l'étranger, à l'émission avec maintien du droit préférentiel de valeurs mobilières. **Ces valeurs mobilières émises seront à libérer en espèces ou par compensation de créances certaines, liquides et exigibles.** L'augmentation de capital avec les droits préférentiels de souscription (DPS) prévoit la souscription à titre réductible et irréductible. Par ailleurs, le conseil d'administration (CA) dans ses séances du 8 septembre et du 22 octobre 1999 a décidé du principe d'augmentation du capital social avec maintien du DPS et a délégué au président du conseil les pouvoirs nécessaires pour réaliser l'émission et décider des modalités définitives. Ce dernier a décidé le 5 novembre 1999 d'augmenter le capital social.

➤ **Le produit d'émission et les charges relatives à l'opération**

L'augmentation de capital est une opération onéreuse. Elle permet d'assurer un financement conséquent et flexible. Son produit d'émission serait fixé à 89 117 793 euros. Les charges

⁵⁵ Note d'opération relative à l'augmentation de capital avec les droits de souscription de CGG ayant reçu le visa de la Commission des opérations de bourse (COB) le 03 novembre 1999 et publiée au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) le 05 novembre 1999.

associées à ce financement concernent la rémunération des intermédiaires financiers (+3 500 000 euros) et les frais légaux et administratifs (+1 000 000 euros). Ainsi, le produit net de l'émission serait finalement de 84 617 793 euros. Dans le cas de l'exercice de l'ensemble des options de souscription, le produit brut de l'émission serait de 90 313 929 euros contre la rémunération des intermédiaires financiers (+3 550 000 euros) et les frais légaux et administratifs (+1 000 000 euros) pour un produit net d'émission de 85 763 929 euros.

➤ **L'intention de souscription des actionnaires anciens majoritaires**

Les majoritaires, ISIS et Total Chimie détiennent respectivement 19,17% et 6,26% du capital de CGG au 2 novembre 1999 et ont manifesté leur intention de souscrire à l'opération à hauteur de leurs droits respectifs.

➤ **Les incidences de l'opération sur le capital des actionnaires anciens**

Suivant la dilution éventuelle de l'opération, plusieurs actionnaires verront leur capital dilué et ce sera le cas pour ceux qui ne vont pas suivre l'opération dans les proportions de leur capital détenu.

2.4.2.2. La structure actionnariale

L'actionnariat constitue la structure de propriété d'une société. Par ailleurs, l'augmentation du capital étudiée est une opération qui peut faire évoluer les risques de la structure de propriété. En effet, l'ouverture du capital est un gage de solvabilité pour les actionnaires anciens, car elle modifie le contrôle et la dilution voire la relation du capital. Suite aux difficultés rencontrées par CGG en 1999 dues à la baisse du prix du pétrole et qui a affecté sa capacité de remboursement, le Président du conseil d'administration a décidé le 05 novembre 1999 d'augmenter le capital social. A cette date, la structure actionnariale de CGG est la suivante (tableau 0.5) :

Tableau 0.5 : L'actionnariat de CGG au 02 novembre 1999

Groupe d'actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
ISIS (groupe IFP)	974 850	19,17	1 933 850	30,22
Total Chimie (groupe Total)	318 516	6,26	637 032	9,96
Public	3 729 303	73,34	3 735 577	58,38
FCPE CGG Actionnariat	60 629	1,19	92 288	1,44
Autocontrôle(1)	1 508	0,03	-	-
Total	5 084 806	100	6 398 747	100

➤ **Le pourcentage de contrôle ou de participation⁵⁶**

La structure actionnariale de CGG ne contient aucun actionnaire qui détient plus de 5 % du capital ou des droits. Son capital serait détenu par environ 17 000 actionnaires. En effet, la lecture de cette structure actionnariale permet de renseigner sur la situation des actionnaires majoritaires et minoritaires. Les majoritaires sont ISIS et Total Chimie qui détiennent respectivement 19,17% et 6,26% du capital. Les minoritaires sont constitués par le public et par le FCPE CGG Actionnariat qui détiennent respectivement 73,34% et 1,19% du capital de CGG. **Ces minoritaires constituent le flottant et ils sont amenés à participer à l'augmentation de capital en rajoutant de l'argent frais, car ils sont plus exposés que les majoritaires en terme de dilution.** Il convient de noter que la participation des actionnaires majoritaires à hauteur de leurs droits possédés dans le capital, véhicule un signal positif au marché et alerte sur la réussite du projet de recapitalisation, sur l'anticipation de la performance de l'opération et sur la confiance accordée.

⁵⁶ Les informations sont tirées de la note d'opération d'augmentation de capital du 05 novembre 1999 (visa de la COB n° 99-1365 en date du 03 novembre 1999) de CGG.

➤ **Le pourcentage des droits de vote**

Ce pourcentage est celui qui permet aux actionnaires détenant plus de droits, de voter et de décider des mesures de réorganisation ou de restructuration à appliquer à la société. Suivant l'actionnariat de CGG, les actionnaires majoritaires ISIS et Total Chimie détiennent respectivement 30,22% et 9,96% des droits de vote. L'interprétation qui se dégage de cette détention des droits de vote est que les majoritaires sont ceux qui possèdent le pouvoir de décision et dans le cas du lancement de l'augmentation du capital, ils vont approuver le projet de recapitaliser la société et de rembourser les dettes. Les minoritaires qui constituent le public avec 58,38% des droits de vote peuvent difficilement contrôler les décisions, car ce pourcentage appartient un ensemble de petits porteurs.

2.4.2.3. La politique de financement

CGG est une société qui a des besoins énormes de financement en recherche et développement. Elle s'endette régulièrement afin de se financer. Par ailleurs, lorsqu'elle est confrontée à des difficultés de remboursement de sa dette, elle émet généralement des actions.

Sur le financement par augmentation de capital destiné au remboursement des dettes, il convient de noter qu'il est favorable à l'image de la société vis-à-vis des actionnaires et des créanciers. L'augmentation de capital favorise le transfert de richesse et la valorisation de la valeur des créances. Elle est un financement externe, dilutive de pouvoir, de résultat, flexible et capable de rapporter des liquidités en quantité suffisante. Elle peut également générer des économies fiscales. **Cette opération peut se révéler comme une source d'opportunité si elle enlève la faillite.** Sa réussite ou son échec est fonction du signal qu'elle véhicule. Si le signal de l'augmentation de capital est positif, cela signifie que l'opération est créatrice de valeur actionnariale. En effet, un signal positif ou négatif dépend des mobiles et des caractéristiques de l'opération telles que le type d'augmentation de capital, le nombre d'actions à créer, le taux de souscription des actionnaires actuels et du produit d'émission attendu. Maintenant, il convient d'exposer la politique d'endettement de CGG.

Sur sa politique d'endettement, il est indispensable de noter que sa structure d'endettement est généralement surendettée. Son surendettement est dû à son activité qui est caractérisée par des investissements importants. En effet, toute chose étant égale par ailleurs, un endettement largement supérieur aux capitaux propres augmente la probabilité de faillite et les difficultés

de financement. Le taux d'endettement de CGG est proche de 80%. Ce taux est élevé et critique. Il s'explique par les difficultés de remboursement de la dette. En revanche, l'appréciation du taux d'endettement dépend de l'importance que les acteurs lui accordent par rapport à la structure de financement et au seuil du déclenchement de la faillite sachant qu'il existe des sociétés avec des taux d'endettement beaucoup plus élevés.

2.4.2.4. L'analyse des conséquences de l'augmentation de capital

(Date de situation : 05 novembre 1999)

Les conséquences de l'augmentation de capital étudiée sont présentées dans les pages suivantes. La présentation de ses conséquences débiterait par l'analyse des données comptables, financières et boursières observées au moment de l'opération. Elle va se poursuivre avec la présentation des caractéristiques de l'opération qui sera suivie par les autres conséquences. Nous précisons que l'analyse des effets d'annonce de l'augmentation de capital fera l'objet d'un autre sous-titre.

2.4.2.4.1. L'analyse des données comptables et financières : Période du 30 juin 1999 au 31 décembre 1999

L'augmentation de capital ayant eu lieu. Il s'agit maintenant d'analyser ses conséquences sur le plan comptable, financier et boursier avant de porter un jugement sur l'impact de ses effets d'annonce sur le cours. Ainsi, débutons par la présentation du tableau des indicateurs comptables et financiers (tableau 0.6) avant de poursuivre sur l'analyse des différents indicateurs.

Les indicateurs de situation comptables et financiers

Données de base (en millions d'euros)	1999 (Semestre 1)	1999	2000
Données comptables			
Disponibilités	0	64,5	60,1
Actif courant	272	374,7	467,2
Actif non courant	243	310,8	372,1
Passif courant	199	259,3	260,3
Passif non courant		155,5	258,3
Capitaux propres	148	270,7	320,7
Endettement net	168	104,1	204,4
Résultat net	-35	-76,2	-15,6
Indicateurs de situation et poids des dettes			
Croissance du CA : CA.n – CA.n-1 / CA.n-1	-60%	-19%	37%
Endettement net / EBIT	-700,00%	-190,31%	1087,23%
Endettement net / Valeur de marché (CB*)	71,95%	39,85%	35,92%

Suite du tableau

1999 (Semestre 1)

1999

2000

Les agrégats du Bilan

Besoin en fonds de roulement (BFR)	73	94,6	211,2
Trésorerie nette (TN)	<u>0</u>	<u>280,2</u>	313,9
Fonds de roulement net (FRN)	73	<u>374,8</u>	525,1
Actif économique (AE)	316	374,8	525,1

Indicateurs économiques, financiers et de rentabilité

Rentabilité économique (Re ou ROCE)	-5,01%	-9,63%	2,36%
Rentabilité financière (Rcp ou ROE)	-23,65%	-28,15%	-4,86%
Coût de la dette (i)	<u>11,40%</u>	<u>38,52%</u>	13,70%
Levier financier (D/CP*)	1,14	0,38	0,64
Effet de levier	-18,64%	-18,52%	-7,23%
Marge d'exploitation (RE // CA)	-6,39%	-7,12%	1,78%

Suite du tableau

	1999 (Semestre 1)	1999	2000
- Capacité d'autofinancement (CAF)	0	4,6	-68,2
Flux d'exploitation	-2	<u>1,8</u>	24,9
Flux d'investissement	-77	<u>-155</u>	-113,8
Flux de trésorerie disponible	-79	-153,2	-88,9
Flux de financement	5	186,7	83,7
- dont Augmentation de capital	5	165,1	1,8
- dont dividendes versés	0	0	0,2

Tableau 0.6 : L'analyse des conséquences économiques et financières de l'augmentation de capital du 05 novembre 1999

➤ **Les capitaux propres, l'endettement net et le résultat net**

Il est observé une augmentation des capitaux à 270,70 millions d'euros au 31 décembre contre 148 au 30 juin. Concernant l'endettement net, une réduction est observée le faisant passer à 104,10 millions d'euros au 31 décembre contre 168 millions d'euros au 30 juin. Le résultat net est resté déficitaire à cause de la baisse du prix du pétrole. **En effet, la comparaison des données de CGG laisse présager l'enlèvement du risque de faillite, la diminution des difficultés de la société et l'augmentation de son indépendance envers les créanciers financier post-augmentation de capital.**

➤ **Le fonds de roulement net (FRN)**

L'observation des données montre une augmentation du fonds de roulement net au 31 décembre de 374,80 millions d'euros contre 73 millions d'euros au 30 juin. Un écart positif de financement se dégage. Cet écart est lié au produit d'émission de l'augmentation de capital de 165,1 millions d'euros au 31 décembre. Cet écart est également lié à la variation positive de la trésorerie qui est passée à 280,20 millions d'euros au 31 décembre contre zéro million au 30 juin. **L'analyse qui ressort de cette évolution positive du fonds de roulement est que la société dispose des ressources de financement, qu'elle n'est plus risquée et qu'elle est à nouveau en mesure d'honorer ses échéances de règlement.**

➤ **La capacité d'autofinancement (CAF)**

La capacité d'autofinancement de CGG est passée à 4,6 millions d'euros au 31 décembre contre zéro au 30 juin. **Cette amélioration significative est due à la prise en compte du produit d'émission d'augmentation de capital. Cette augmentation de la CAF traduit également la réduction de la probabilité de faillite.**

➤ **Le coût d'endettement net**

Ce coût mesure la rémunération des créanciers financiers par rapport au coût du capital. Ce coût est de 38,52% au 31 décembre 1999. Il peut être lié aux conventions d'emprunt ou de prêt.

➤ **La rentabilité économique (Re ou ROCE)**

L'observation des données comptables de CGG montre une rentabilité économique de -9,63% au 31 décembre contre - 5,01% au 30 juin. Cela s'explique par le fait que la société ne crée toujours pas de valeur économique. Cette situation est logique, car le chiffre d'affaires est affecté par la baisse du prix du baril du pétrole. Par ailleurs, cela ne signifie pas pour autant que l'actif économique soit toujours plus risqué.

➤ **La rentabilité des capitaux propres (Rcp) et l'effet de levier**

Le taux de rentabilité financière est passé à -28,15% au 31 décembre contre -23,65% au 30 juin. Ce taux explique que la société détruit de la valeur financière. Par ailleurs, il convient de noter que la rentabilité financière dépend énormément du niveau du résultat net. En ce qui concerne l'effet de levier, il reste négatif parce que la rentabilité économique l'est aussi.

➤ **Le levier financier (D/CP*)**

Suivant les données comptables de CGG, ce levier est passé à 0,38 au 31 décembre contre 1,14 au 30 juin. **Cette amélioration est liée à la revalorisation des capitaux propres et au remboursement des dettes. Cette situation symbolise la réduction du risque financier et l'enlèvement risque de faillite post-augmentation de capital.**

➤ **Le ratio d'endettement net sur valeur de marché**

Suivant les données de CGG, le taux de ce covenant est passé à 39,85% au 31 décembre contre 71,95% au 30 juin. **Cette différence s'explique par le fait que la société soit devenue moins risquée, car l'endettement net ne représente ainsi que 39,85% de la valeur de l'entreprise.**

➤ **Le chiffre d'affaires**

Les données de CGG montrent une amélioration du chiffre d'affaires, qui est passé de -60% au 30 juin 1999 à -19% au 31 décembre 1999. Cette amélioration est liée à l'évolution du cours ou du prix du baril qui est passé de 46 euros (30 juin) à 49 euros (31 décembre 1999).

2.4.2.4.2. L'analyse des données boursières : Période du 30 juin 1999 au 31 décembre 1999

Données de base	1999 (Semestre 1)	1999	2000
Cours moyen	46	49	69
Nombre d'actions	5 075 660	9 273 384	10 086 389
Capitalisation boursière (en millions d'euros)	233	454	696
Capitaux propres (en millions d'euros)	148	271	321
Indicateurs boursiers			
BPA	-6,90	-8,22	-1,55
PER	NS	NS	NS
PBR	1,58	1,68	2,17

Tableau 0.7 : Le tableau de bord boursier de CGG lors de l'augmentation de capital du 5 novembre 1999

➤ **Le PER et le PBR**

Les résultats sont négatifs, le PER ne peut donc pas être significatif. Concernant le PBR, il est passé à 1,68 au 31 décembre 1999 contre 1,58 au 30 juin 1999. Cette augmentation du PBR traduit une meilleure valorisation des capitaux propres post-augmentation de capital par le marché financier. Par ailleurs, cette augmentation du PBR est liée au cours moyen et au nombre d'actions au 31 décembre 1999.

2.4.2.4.3. Les caractéristiques de l'augmentation de capital⁵⁷

Dans l'encadré ci-dessous (encadré 0.1), les modalités du lancement de l'opération d'augmentation de capital de CGG du 05 novembre 1999 sont présentées.

Caractéristiques de l'augmentation de capital par émission d'actions à souscrire en numéraire	
Emetteur.....	CGG
Nombre d'actions émises	2 408 589 EUR
Prix de souscription	37 euros par action à libérer en espèces
Produit brut de l'émission	89 117 793 euros
Date de jouissance des actions nouvelles	1 ^{er} janvier 1999
Droit préférentiel de souscription.....	
	La souscription se réalise à titre irréductible à raison de 9 actions nouvelles pour 19 actions anciennes possédées sans la prise en compte des fractions. Les titulaires d'actions anciennes auront le droit de souscrire à titre réductible le nombre d'actions qu'ils désireraient en sus de celui détenu à hauteur des droits à titre irréductible.
Période de souscription.....	11 novembre 1999 au 24 novembre 1999 inclus
Cotation des actions nouvelles.....	Prévue au marché de Paris, le 10 décembre 1999
Utilisation des fonds levés	Les fonds levés seront affectés en totalité au remboursement d'une partie des dettes de la société.

Encadré 0.1 : Les caractéristiques de l'augmentation de capital du 05 novembre 1999

⁵⁷ Source : Note d'information de l'augmentation de capital de CGG, publiée au BALO le 05 novembre 1999.

2.4.2.4.4. Les conséquences propres à l'augmentation de capital⁵⁸

Les expressions calculées du tableau qui suit doivent permettre d'aboutir à la fixation du rapport d'émission des titres, à la valeur des droits de souscription et à la valorisation des droits détenus par les actionnaires anciens. Ces principales variables permettent aux actionnaires anciens ou nouveaux de se fixer des objectifs clairs en termes de souscription. **Les anciens souscriront au prix d'émission et les nouveaux au cours théorique ou au prix d'émission majoré de l'acquisition des droits.** La différence entre le cours avant l'opération et le cours théorique correspond à la valeur des droits de souscription à acquérir par les actionnaires nouveaux. Voici dans la page suivante, la présentation du tableau (tableau 0.9).

⁵⁸ Quelques précisions sur les termes d'analyse des conséquences de l'augmentation de capital :

- Le prix d'émission (PE) additionne la valeur nominale et la prime d'émission. L'émission des actions nouvelles à un PE inférieur au cours réel provoque la diminution mécanique de la valeur du cours des actions. Cette réduction est compensée par le DPS (droit de souscription) détenu par l'actionnaire ancien. L'égalité entre le prix d'émission et le cours boursier à l'instant t , indique que l'opération s'adresse à tout investisseur, pas besoin de disposer de droits préférentiels de souscription. La fixation d'un PE est importante car si le PE est faible, le produit d'émission l'est aussi. Par conséquent le cours théorique est faible et la valeur des droits de souscription est très élevée. La fixation d'un PE dépend de la levée des fonds attendus et le fixer trop bas peut signifier que l'opération est une banalité. Si le PE est trop élevé, l'opération peut sembler trop ambitieuse et onéreuse. Dans la mesure où le PE est élevé, les investisseurs tenteront de participer à l'opération à concurrence de leurs droits. Dans ce cas, le risque qui pèse sur l'opération est qu'elle ne soit pas souscrite en intégralité. Cette situation pourrait profiter aux opportunistes surtout aux investisseurs extérieurs pour tenter de prendre le contrôle.
- Re est le rapport d'émission des titres, qui rapporte le coefficient de la conversion des titres, c.à.d. le nombre de titres à souscrire par les actionnaires anciens par rapport à leurs participations détenues. C'est le rapport entre le total des actions anciennes par le total des actions émises.
- Ce cours théorique (C^* ou Ca^*) correspond au prix d'acquisition des titres par les actionnaires nouveaux.
- La souscription par l'actionnaire nouveau est réalisée au prix du marché, ce qui rend équivalent sa situation avec celle de l'actionnaire ancien. Selon la théorie des marchés financiers, l'augmentation du capital est réalisée au prix d'équilibre.
- Valeur des droits de souscription (VDS). Cette valeur s'obtient par la différence entre le cours avant l'opération et le cours théorique. La VDS rend équivalent la souscription des actionnaires anciens et nouveaux. Par ailleurs, le calcul qui multiplie la valeur des droits de souscription (VDS) au nombre d'actions anciennes, donne le nombre total des droits à posséder par les actionnaires anciens (VD). La réalisation d'une augmentation de capital avec les DPS ou avec un PE décoté par rapport au cours signifie que l'opération est réservée aux actionnaires anciens. La souscription par l'actionnaire ancien se fait au PE et celle par l'actionnaire nouveau au PE plus l'achat des droits correspondants.

Données	Valeur (Sem₁ 1999)
Actions anciennes (Aa)	5 075 660
Actions nouvelles (An)	2 408 589
Total des actions (At)	7 484 249
Cours de début (Cd)	100
Cours de fin (Cf)	66
Prix d'émission (PE)	37
Cours avant l'opération (Ca)	49
Coût de la dette (i)	10%
Impôt sur les bénéfices (IS)	37%
Calcul des variables	
Rapport d'émission des titres : $(Aa / An) = Re$	2,11
Produit de l'émission : $PE * An$	89 117 793 €
Cours théorique (C*) : $[(Ca * Aa) + (PE * An)]/At$	45,14
Valeur des droits de souscription : $[Ca - C*] = Vd$	3,86
Valorisation des droits pour les actionnaires anciens (AA) : $Aa * Vd = Vt$	19 601 452
Equivalent des titres en valeur des droits pour les actionnaires anciens : $Et = Vt / C^*$	434 255
Nombre d'actions théorique à détenir après augmentation de capital par les actionnaires anciens (Aadk)	5 509 915
Valorisation des droits des Aam (public) : $(73,30\%) : 73,30 \% * Vt$	14 367 864
Nombre d'actions à concurrence des droits des Aam (public) : $73,30 \% * Et$	318 309
Nombre d'actions après dk détenu par les Aam (public) : $73,30 \% * Aadk$	4 038 767
Souscription 1 An par les AA au PE	37
Souscription 1 An par les AN au PE + droits : $PE + (Re * Vd)$	45,14

Tableau 0.8 : Les conséquences propres à l'augmentation de capital⁵⁹

⁵⁹ Source : Construction personnelle du tableau.

2.4.2.4.5. L'évolution du cours de CGG durant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999

L'analyse des conséquences de l'augmentation de capital se poursuit avec l'évolution du cours (figure 10) et la mesure de la dilution (tableau 09 et tableau 10).

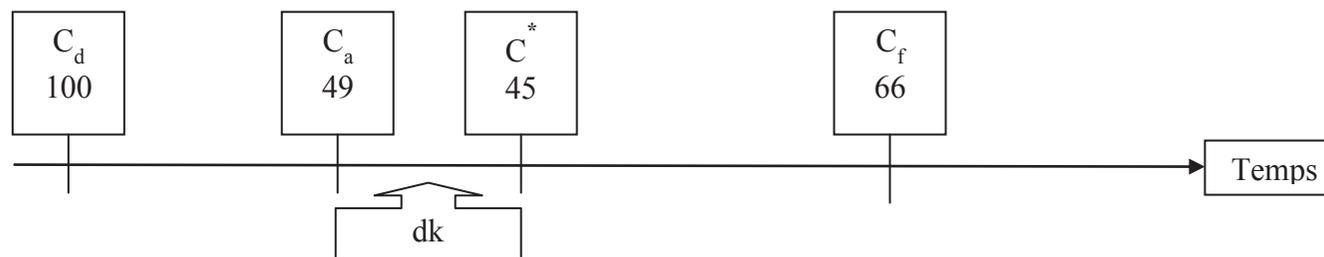


Figure 10 : L'évolution du cours de CGG pendant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999⁶⁰

➤ Interprétation de l'évolution du cours de CGG

Le cours avant l'opération d'augmentation de capital (C_a) de 49 euros est passé à 45 euros post-augmentation de capital (C^* ou cours théorique). La différence entre les deux cours explique la valeur des droits de souscription à posséder par les actionnaires nouveaux pour souscrire aux actions nouvelles. Les actionnaires anciens souscriront à concurrence de leurs droits détenus au cours théorique.

⁶⁰ Source : La présentation de l'évolution du cours durant l'augmentation de capital, est tirée du cours du Pr. Cadiou C.

2.4.2.4.6. La dilution de contrôle⁶¹

Avant augmentation de capital			Après augmentation de capital		
Variables	Valeur	Taux de détention du Capital	Valeur	Taux de détention du Capital	Dilution (Perte de contrôle)
Nombre d'actions détenu par les AAm (Salariés)	60 908	1,20%	66 119	0,88%	0,32%
Nombre d'actions détenu par les AAm (Public)	3 720 459	73,3%	4 038 767	53,96%	19,34%
Total des actions	5 075 660	-	7 484 249		-

Tableau 0.9 : La mesure de la dilution du contrôle des actionnaires anciens minoritaires (Date : 05 novembre 1999)

➤ Interprétation de la dilution de contrôle

La dilution entraîne la perte du capital si l'actionnaire ancien ne participe pas à l'opération. Suivant le tableau 0.9, la dilution subie par les actionnaires anciens minoritaires (public) est de 19,34% faisant ainsi passer leur pouvoir de contrôle de 73,30% à 53,96%. Pour les autres actionnaires anciens minoritaires (les salariés), la dilution observée est de 0,32%. Il convient de préciser que malgré le taux de détention des minoritaires qui détiennent plus de 50% du capital, ces derniers ne sont pas majoritaires. Leur détention au capital de 53,96% appartient aux petits porteurs. **Ainsi, il convient d'affirmer que les minoritaires sont plus exposés au risque d'augmentation de capital. Ils risquent la perte de leur capital s'ils ne participent pas à cette opération. Ils (le flottant) sont incités à y participer en exerçant leur droit de souscription et en rajoutant de l'argent frais, sachant que les majoritaires ont confirmé leur souhait de souscrire à l'opération.**

⁶¹ La dilution du contrôle correspond à la dilution réelle. Cette dilution est constatée par l'actionnaire ancien qui participe à l'opération sans apport d'argent frais mais à hauteur de ses droits. $DR_c = (Aa + An \text{ à concurrence des droits}) / Aa + An$. Cette dilution est la perte de pouvoir subie par l'actionnaire ancien dans le contrôle de la propriété.

2.4.2.4.7. La dilution des résultats

La dilution ne porte pas uniquement sur le pouvoir. Elle peut porter sur les résultats. Cette dilution est mécanique. Par ailleurs, à partir des résultats déficitaires de CGG, il n'est pas possible de mesurer la dilution sur le résultat à partir du BPA ou du PER. En effet, par simulation, considérons un résultat net de 10 millions⁶² d'euros et les économies sur impôts de 5 614 421 euros. Analysons à présent la dilution sur les résultats (tableau 10) :

	Avant augmentation de capital	Après augmentation de capital	Dilution
Variables	Valeur	Valeur	Ecart
BPA	1,97	2,09	0,12
PER	25	22	-3

Tableau 10 : La mesure de la dilution sur les résultats (date : 05 novembre 1999)

➤ Interprétation de la dilution sur les résultats

La variation du BPA⁶³ ne doit pas systématiquement se traduire par une création ou une destruction de la valeur, car il s'agit d'une constatation mécanique qui est liée à la majoration des économies d'impôts sur le résultat net. Puis la relation sur le BPA constatée est faible. En effet, le BPA ne doit pas être considéré comme un indicateur de mesure de la valeur. En revanche, le BPA réel de CGG sans fiction est non significatif compte tenu des déficits comptables. Suivant les données du tableau, le BPA est passé à 2,09 post augmentation de

⁶² Le résultat estimé de 10 millions d'euros correspond au résultat pré-augmentation de capital. Le résultat post-augmentation de capital prend en compte les économies d'impôts. Ce résultat devient 15,6 millions d'euros. Ce résultat net anticipé et post-augmentation de capital se calcule comme suit : $[RN + (PE * An) (1-IS)]$.

⁶³ La dilution provoque le ralentissement de la croissance du BPA et affecte par conséquent le PER. En parallèle, la baisse attendue du BPA accroît la probabilité de la baisse du cours. Ce BPA est un élément de valorisation et les investisseurs sont très sensibles à son évolution. Sa variation n'a pas de signification en termes de création de valeur. Cette variation est liée à l'anticipation d'un résultat plus important et en fonction du nombre d'actions à créer. L'augmentation du capital influence à posteriori les résultats de l'entreprise. En considérant respectivement le BPAa et BPAp comme le bénéfice par action avant et après l'opération, la dilution se mesure par la formule suivante : $[(BPAp / BPAa) - 1]$.

capital contre 1,97 pré-augmentation de capital. **Cette augmentation du BPA traduit la relation des résultats post-augmentation de capital.**

Sur le PER⁶⁴, il convient de noter que s'il est non significatif, cela signifie que le résultat net est déficitaire et c'est le cas pour les PER réels de CGG. Cet indicateur peut révéler la probabilité de survenance du risque de faillite. A partir des données estimées du tableau, le PER est de 22 post augmentation de capital. Ce PER signifie que le cours représente 22 années de bénéfice. En effet, si le PER est de 22 post augmentation de capital contre 25 pré-augmentation de capital, cette baisse est liée au cours. Le cours est de 45 euros post-opération contre 49 euros pré-opération. **En conclusion, il convient d'affirmer que l'augmentation de capital provoque la dilution sur les résultats, même si le résultat net est un bénéfice.**

2.4.2.4.8. La gestion de la dilution et le risque de perte de contrôle : La fiction de création – destruction de la valeur

Cette partie analyse la fiction sur la maîtrise de la dilution et du pouvoir de contrôle. Il s'agit de s'interroger sur le capital à investir pour conserver le contrôle ou le céder. Dans cette partie, nous allons analyser les possibilités d'investissement qui s'offrent aux actionnaires anciens minoritaires.

Concernant le taux de détention du contrôle détenu par le public, ce taux est passé de 73,3% à 53,96% post-augmentation de capital. Cette situation amoindrit la participation au capital du public et s'explique par le fait que les actionnaires minoritaires (public) ne suivent pas l'opération dans leur proportion du capital détenu, mais ils souscrivent néanmoins. **Le problème des minoritaires n'est pas le contrôle mais de suivre l'opération.** Par conséquent, dans le cas où ils voudraient conserver leur taux initial de détention du capital, ils devraient rajouter de l'argent frais. **La souscription dans les proportions du capital déjà détenu permet de limiter la dilution.**

⁶⁴ Le PER ou Price earning ratio est un indicateur boursier qui correspond au multiple de capitalisation des bénéfices. Il donne une valorisation de l'entreprise en nombre de fois qu'elle capitalise son bénéfice estimé. Par exemple, un PER de 25 signifie que le cours représente 25 années de bénéfice. Plus le PER est élevé, plus la valeur de la société est chère. Cette valeur, traduit l'anticipation des bénéfices à venir plus importants. Le PER se détermine suivant les calculs ci-après : (1) par le rapport de la capitalisation boursière sur le bénéfice au niveau global ; (2) par le rapport du cours sur le BPA au niveau unitaire.

En définitive, sachant que l'augmentation de capital peut entraîner la dilution, nous allons maintenant proposer une simulation sur la conservation des participations détenues dans le capital. Cette simulation est utile pour les actionnaires anciens majoritaires qui sont à la recherche du contrôle. **Elle est également un intérêt pour les actionnaires anciens minoritaires, car ils sont plus exposés et recherchent des possibilités pour limiter leur dilution.**

➤ **La simulation**

(1) Décrivons (**Sn**) comme les différentes possibilités de souscription des actionnaires anciens minoritaires (public) ;

(2) **tp**, le taux de détention désiré après l'opération et **ta**, le taux de contrôle sur les actions anciennes avant l'opération ;

- **ta** est fixé à 73,3% sur les 5.075.660 actions anciennes ;

- **tp** est attendu. Par ailleurs, pour conserver le taux de détention sur le capital et éviter qu'il baisse à moins de 50%, le travail à faire consiste à rechercher un **tp** égal au **ta** donc égal à 73,3%.

(3) La relation générale de la souscription est la suivante :

$$S_n = (A_p * t_p) - (A_a * t_a) = 7\,484\,249 t_p - 3\,720\,459$$

Avec A_p qui désigne le nombre d'actions total post-augmentation de capital et A_a le nombre d'actions détenues par le public, pré-augmentation de capital.

(4) Calcul du capital à investir (**CI**) pour prétendre à toutes les éventualités de conservation ou de cession du pouvoir de propriété en tenant compte des droits détenus :

$$CI = (45,14 \text{ €} * S_n) - 3,86 \text{ €} * 3\,720\,459$$

$$CI = 45(7\,484\,249 t_p - 3\,720\,459) - 14\,360\,971 \text{ €}$$

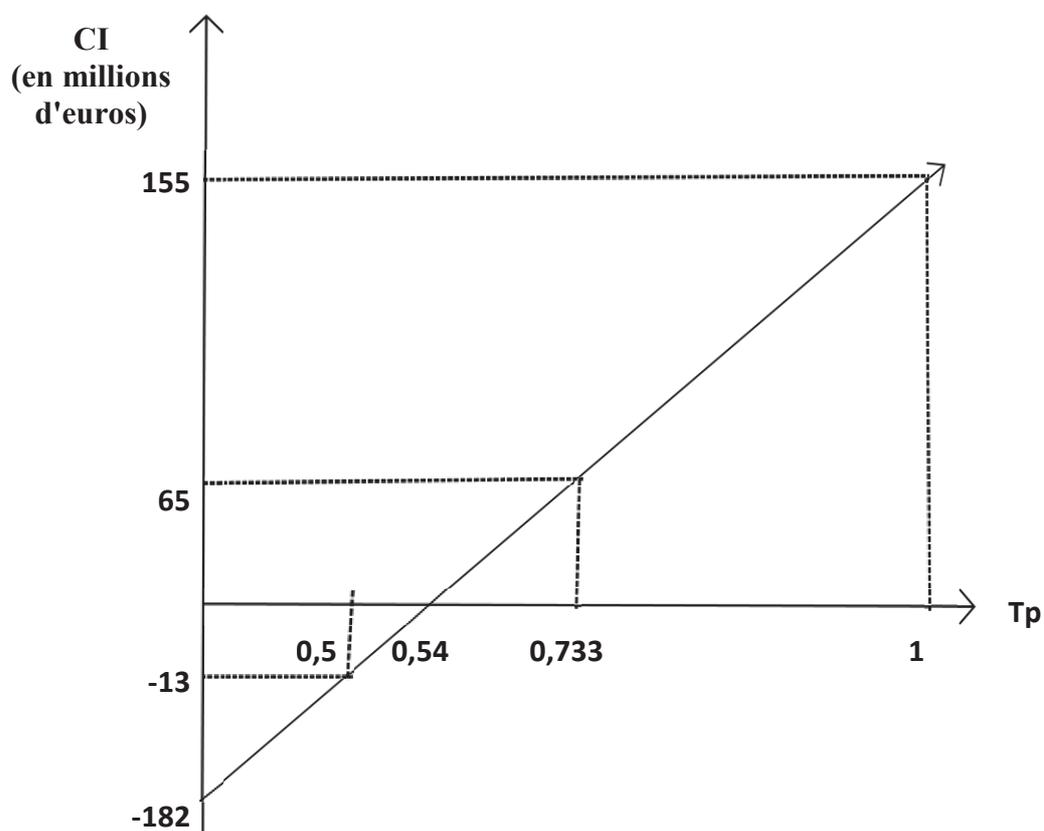
$CI = 337\,825\,133 t_p - 182\,295\,587 \text{ €}$
--

Cette équation reflète les différentes possibilités qui résultent de la volonté des actionnaires anciens minoritaires de participer à l'opération, par l'exercice de leurs droits ou en acquérant les actions nouvelles.

Ci-après l'analyse des possibilités de conservation, d'amélioration ou de perte du contrôle :

Tp	0%	50%	53,96%	73,3%	100%
CI	- 182 302 480	- 13 383 020	0	65 333 507	155 536 520

➤ *Graphe 0.1 : La représentation graphique des possibilités d'acquisition et de cession du titre CGG*



➤ *Les enseignements du graphique*

- Si les actionnaires anciens minoritaires veulent sortir de l'affaire, ils ne souscriront pas et vendront leurs droits pour près de 14 360 970,89 euros et leurs actions pour près de 167 941 509,33 euros (73,30% * 5 075 660 * 45,14). En revanche, ils recevront la somme de

182 millions euros. Il convient de noter que les actionnaires anciens minoritaires (public) sont incités à suivre l'opération d'augmentation de capital.

- Si le taux de détention post-opération des actionnaires anciens passe de 53,96% à 50%, cela signifie qu'il y a eu en partie, une vente des droits et des actions appartenant au public. Cette vente s'assimile à un produit à recevoir d'un montant global de 13 millions euros. Ce montant comprend le coût d'acquisition des actions et celui des droits de souscription. En réalité, cette situation est moins probable, car en contexte difficile il n'est pas évident de trouver des investisseurs.

- Si les actionnaires anciens minoritaires ne veulent pas apporter de l'argent frais, ils souscriront à l'opération à hauteur de leurs droits soit pour un montant de 14 360 970,89 euros ($3,86 * 3 720 459$) représentant 318 309 actions nouvelles. Post opération, ils détiendront 4 038 767 actions représentant 53,96% du capital. Ils conservent tout de même un taux de détention du capital assez intéressant.

- Si les actionnaires anciens minoritaires (public) veulent conserver leur taux de détention initial (73,30%), ils devront suivre l'opération en injectant de l'argent frais. Ainsi, la conservation de leur taux initial requiert l'acquisition de 1 447 353 actions nouvelles manquantes au prix de 53 552 054,65 [$1 447 353 * \text{prix d'émission (37)}$] euros. Ils devront également racheter les droits de souscription au prix de 11 788 109,85 euros ($1 447 353 * 3,86 * 2,11$). En revanche, la conservation du taux de 73,30% au capital requiert un investissement de près de 65 millions d'euros.

- Par ailleurs, si les actionnaires anciens (public) veulent fermer l'opération, ils devront avant tout racheter tous les titres et les droits des autres actionnaires. Sachant que le nombre d'actions manquantes est de 1 355 201,22 (soit $5 075 660 * (1-0,733)$), l'acquisition des droits sera de 5 231 076,71 euros ($3,86 * 1 355 201,22$). Le rachat des actions anciennes coûtera 61 173 783,07 euros ($45,14 * 1 355 201,22$). Enfin, ils devront payer le produit d'émission soit 89 117 793 euros ($37 * 2 408 589$). Cette opération se confond à une opération réservée. En conclusion, ils débourseront la somme de 155 millions d'euros. Cette situation est loin de se concrétiser, car le public est par défaut minoritaire. Il ne recherche pas le contrôle.

2.4.3. L'analyse des effets d'annonce de l'augmentation de capital : La création de valeur financière

Fisher (1930) et Williams (1938) ont défini la valeur comme le revenu qui est susceptible de résulter d'un actif. En effet, la création de valeur provient de la survaleur des rendements des actions observables sur deux périodes, compte tenu de l'évènement encourus. Par ailleurs, la création de valeur actionnariale peut être mesurée à partir de la méthodologie d'évènement.

2.4.3.1. La méthode d'étude d'évènement pour un titre

Cette méthode analyse les effets d'annonce d'une information parue en bourse sur la performance du cours de la société. Autrement dit, cette méthode teste les rentabilités du cours sur des intervalles de temps, afin d'apprécier l'effet d'annonce de l'augmentation de capital. **Elle cherche par ailleurs à identifier les rentabilités qui pourraient réagir à l'annonce par rapport la norme.**

La méthodologie d'étude d'évènement a pour fondement les travaux de Sharpe (1964) et de Fama et al. (1969). Selon ces auteurs, le marché réagit immédiatement aux annonces qui sont supposées affecter la performance future de l'entreprise et qu'elles sont déjà comprises dans le cours. La formulation de la méthodologie provient de la relation linéaire entre le rendement d'équilibre d'un titre sur une période et le rendement moyen du marché. Par ailleurs, l'élément principal de cette méthode est la définition avec précision de la date d'évènement.

Le test d'étude d'évènement mobilisé a porté sur les données du cas CGG. Cette étude a été analysée minutieusement à partir de la notice d'information de l'augmentation de capital de CGG publiée sur le site de l'autorité des marchés financiers français (AMF). Ces informations ont été complétées par l'extraction des cours boursiers de la base de données Fact Set. Toutes ces informations extraites, ont permis de réaliser la méthodologie d'évènement. La méthodologie d'évènement n'est pas simple à mettre en place. Elle est simple à utiliser et nécessite une fine connaissance du modèle de marché. Le modèle de marché se base sur la théorie de l'efficience des marchés financiers. L'hypothèse d'efficience admet que l'information publiée n'impacte vraisemblablement pas le cours de bourse et que la volatilité résulte de la variation du cours. Fama (1970) est celui qui a défini la théorie d'efficience et a reconnu l'existence des trois formes d'efficience. De ses trois formes, c'est la forme au sens semi-fort qui est admise dans la méthodologie d'étude d'évènement (Fama, Fisher, Jensen et

Roll, 1969). Selon cette forme, les prix reflètent toutes les informations publiques disponibles et si le marché est efficient au sens semi-fort, le prix s'ajuste sans délai. En effet, un ajustement progressif signale une inefficience ou un manque de liquidité sur le marché.

2.4.3.1.1. La date d'évènement

La fixation de cette date est capitale pour la réalisation de la méthodologie d'étude d'évènement. En effet, si elle était mal fixée cela conduirait à obtenir des résultats qui ne reflètent pas les anticipations des investisseurs ou qui n'intègrent pas les informations publiées. Dans cette étude, la date d'évènement n'est pas celle du conseil d'administration (CA) qui a reçu l'aval de l'assemblée générale de procéder à l'opération, mais plutôt la date de diffusion de la note d'opération au bulletin des annonces légales obligatoires (BALO). L'inscription de la note d'opération au BALO permet d'éviter les délits d'initiés. Cette note est ouverte à tous les investisseurs du marché et tous ont accès à l'information au même moment.

La date d'évènement choisie est définie avec précision et c'est le jour où le marché est susceptible d'avoir pris connaissance de l'opération. Si le marché est efficient, la théorie ne permet donc pas les délits d'initiés. En réalité, il peut y avoir des fuites d'informations sur le marché susceptibles d'influencer la liquidité du titre. Par ailleurs, la date d'annonce de l'augmentation de capital au BALO est celle du 05 novembre 1999. La détermination des rentabilités anormales s'effectuera sur une fenêtre d'évènement de 13 jours de bourse. Cette fenêtre d'évènement compte 6 jours avant et de 6 jours après la date d'évènement. Cette période est courte afin de limiter les biais statistiques ou l'instabilité des paramètres du modèle de marché. La période d'estimation choisie est de 250 jours de bourse. Cette période d'estimation précède la fenêtre d'évènement.

En résumé, la réalisation de cette étude d'évènement a nécessité 263 jours de bourse. Il s'agit d'une période longue et qui permet de mieux cerner les effets et le contexte de la réalisation de l'augmentation de capital. Par ailleurs, pour limiter l'instabilité des paramètres du modèle de marché ou pour apprécier leur robustesse sur la période d'estimation et conforter les résultats, une autre étude d'évènement est réalisée sur une période d'estimation de 75 jours de bourse. Cette dernière étude a nécessité 88 jours de bourse au total.

2.4.3.1.2. Le modèle de marché et le calcul des rendements

Ce modèle définit la relation entre la performance d'une action et celle du marché. Il utilise plusieurs variables dont le cours de l'actif et le cours de l'indice de marché. Il permet de calculer la rentabilité cours et du marché. L'indice sert à évaluer le rendement moyen du marché. Par ailleurs, la méthode de calcul des paramètres du modèle est celle des moindres carrés ordinaires. La formulation du modèle de marché est donnée par l'expression suivante :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où $\beta_i = \frac{Cov(R_i; R_m)}{\sigma_m^2}$ et $\alpha_i = R_{i,t} - \beta_i R_{m,t}$

Avec : $E(\varepsilon_{i,t}) = 0$, $var(\varepsilon_{i,t}) = \varepsilon_\varepsilon^2$ et $cov(\varepsilon_t; \varepsilon_{t+1}) = 0 \forall t \neq t+1$

R_{it} et R_{mt} : désignent respectivement le rendement attendu du titre i et le rendement du marché sur la période t ;

α_i : ce coefficient mesure l'indépendance du titre i à la rentabilité du marché. Il représente le risque spécifique du titre ;

β_i : ce coefficient mesure la dépendance du titre i à la rentabilité du marché. Il représente le risque systématique ;

ε_{it} : l'erreur résiduelle dont l'espérance est nulle.

2.4.3.1.3. La normalisation des rendements anormaux

La normalisation des rentabilités anormales consiste à rendre nul les effets d'augmentation de capital sur le cours (Boehmer *et al.*, 1991). Cette normalisation est développée dans le cadre des marchés financiers. Elle soutient la perfection des marchés, c'est-à-dire qu'il est impossible de dégager une surperformance en dehors du marché financier.

La rentabilité anormale (AR) du titre i pour chaque période t de la fenêtre d'évènement est donnée par la différence entre la rentabilité observée ($R_{i,t}$) et la rentabilité attendue ou estimée ($R_{i,t}^*$). Cette dernière rentabilité est celle que le cours aurait affiché si aucun

événement n'était survenu pour chaque jour de la fenêtre d'évènement définie par le modèle tel que :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t}^* = R_{i,t} - R_{i,t} | R_{m,t}$$

Par ailleurs, il convient de préciser que la variable à expliquer dans la méthodologie d'étude d'évènement est le rendement anormal du titre. Cette variable est celle qui traduit la création ou la destruction de valeur actionnariale. En effet, les rendements anormaux (AR) ont pour but de visualiser l'impact de l'annonce sur le cours de bourse. Le CAR (cumul des rendements anormaux) ou le RAC (rendement anormal cumulé) est déterminé pour exprimer l'impact global de l'évènement sur toute la période de la fenêtre d'évènement.

Pour les périodes d'estimation de 75 jours et 250 jours, la rentabilité anormale normalisée (SAR) à la date t est donnée par l'expression suivante :

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{S(A_i)}$$

$$\text{Avec : } S(A_i) = \sqrt{\frac{1}{74} \sum_{t=-81}^{-7} AR_{i,t}^2} \text{ et } S(A_i) = \sqrt{\frac{1}{249} \sum_{t=-256}^{-7} AR_{i,t}^2}$$

Ainsi, la rentabilité anormale normalisée moyenne (ASAR) est donnée par l'expression ci-après :

$$ASAR_t = \frac{1}{n} \sum SAR_{i,t} \text{ avec } t \in [-6; +6] ;$$

n : est le nombre de titres.

2.4.3.1.4. L'échantillon des données

La réalisation de l'étude d'évènement a nécessité d'utiliser les données quotidiennes de bourse. Les données choisies sont celles du cours de CGG et de l'indice de marché. Elles ont été importées de la base de données Fact Set. Ces données ont servi à calculer les rentabilités logarithmiques ou théoriques permettant de déterminer les rentabilités anormales.

L'événement étudié est l'augmentation de capital de CGG du 05 novembre 1999. L'étude d'évènement de CGG a permis de mesurer l'impact de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale. L'indice de marché utilisé est le SBF 120. Les indices du marché boursier français sont corrélés et représentatifs des caractéristiques du marché en termes de liquidité, de la volatilité et de la sensibilité du marché, c'est-à-dire qu'ils intègrent instantanément l'information publique dans les cours. L'utilisation de l'un ou de l'autre importe peu. Il convient néanmoins de préciser que le CAC 40 est un indice hautement liquide et qui présente les quarante premières capitalisations du marché boursier français. Un titre est dit liquide lorsqu'il est caractérisé par de forts mouvements ou par des échanges fréquents. De ces trois indices (CAC 40, SBF 120, SBF 250), le SBF 250 apparaît comme le plus long. Cet indice représente les 250 premières capitalisations du marché. Ces capitalisations sont pour certaines liquides et pour d'autres moins liquides ou moins volatiles.

2.4.3.2. Les tests statistiques

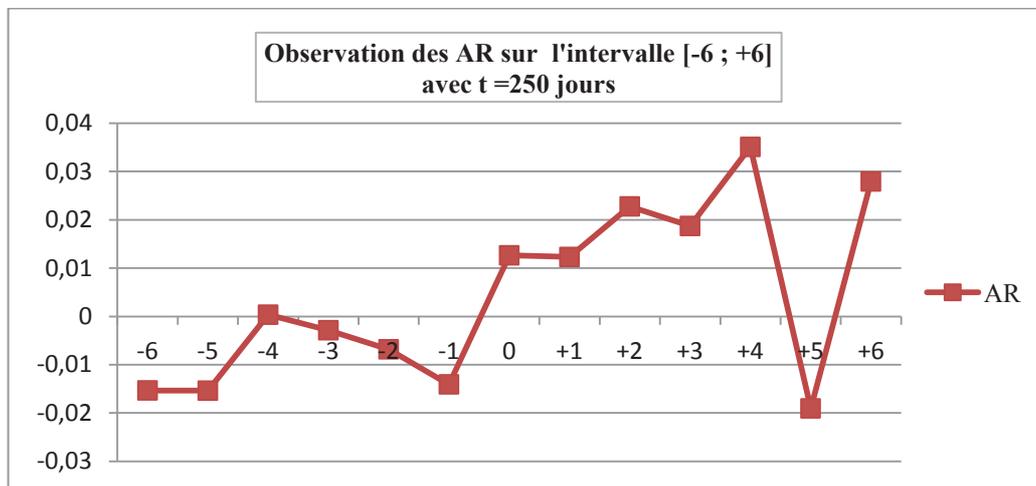
Dans cette étude de cas, deux tests statistiques ont été effectués. Ces tests ont permis de mesurer la significativité des résultats sur les rendements anormaux et anormaux normalisés. Ces tests sont : le test t de Student et le test de Wilcoxon. Le test t de Student, est un test paramétrique de conformité des espérances. Ce test considère que les rentabilités anormales sont normalement distribuées. Le test de Wilcoxon est un test non paramétrique de symétrie des répartitions de deux échantillons indépendants fondé sur les rangs. Dans le cas où les marchés ne réagissent pas l'annonce, les rentabilités anormales sont des résidus, des erreurs de mesure et leur répartition suit alors une loi normale. Brown et Warner (1980 ; 1985) considèrent que ce dernier test est avantageux, car il est sujet à moins de restrictions sur les hypothèses des données à tester notamment sur la distribution normale des ASAR (rentabilité anormale normalisée moyenne). Son principal inconvénient est qu'il est sujet aux erreurs de spécification. Par ailleurs, il convient de noter que la réalisation de plusieurs tests statistiques est une mesure de la confirmation de la robustesse des rendements (Brown et Warner, 1980). Ces tests de significativité sur les rendements ont été effectués à partir du logiciel SPSS.19. Suivant les difficultés de généralisation des résultats statistiques, il est difficile de prétendre à plus de validité. La portée des résultats se trouve donc limitée par l'insuffisance de l'échantillon. L'objet du chapitre 3 est de lever cette insuffisance de l'échantillon en généralisant les résultats à partir d'un échantillon plus large.

2.4.3.3. Les résultats des effets d'annonce

Les résultats sont présentés ci-dessous. Ils sont suivis par l'analyse de l'étude d'évènement de CGG.

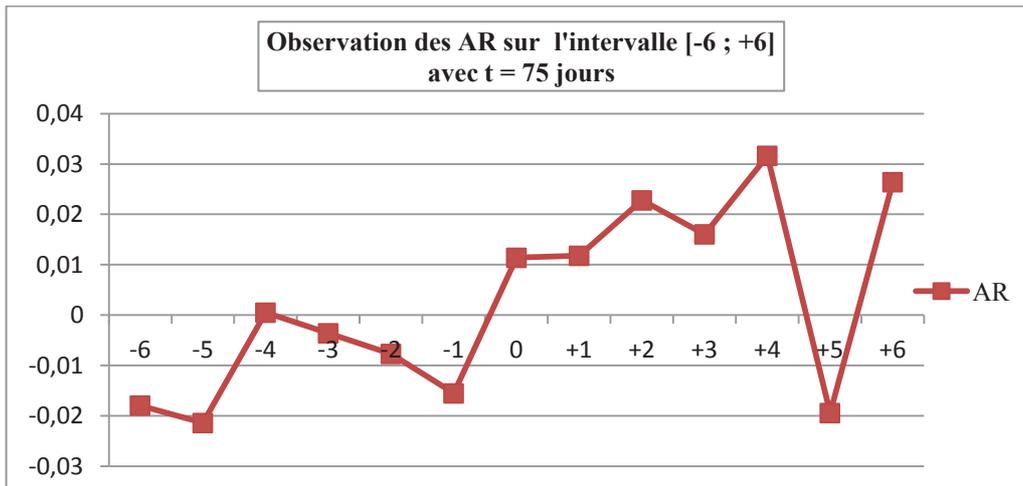
2.4.3.3.1. Les rendements anormaux et anormaux normalisés

Le graphique ci-dessous représente la courbe des rendements anormaux qui permet de visualiser l'impact de l'augmentation de capital sur les rendements qui auraient pu être constatés si aucun événement ne s'était produit (graphe 0.2).



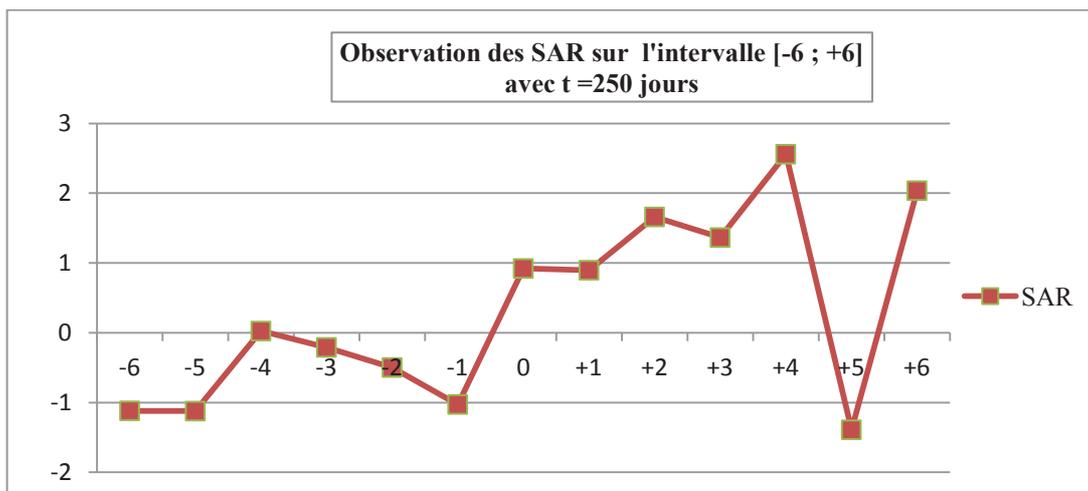
Graphe 0.2 : L'observation des rendements anormaux
Période d'estimation : 250 jours

Les rendements de l'action observés ont été obtenus à partir du SBF 120 sur la période de 250 jours. Suivant la tendance de la rentabilité anormale (AR), l'opération est créatrice de valeur financière post-augmentation de capital pour chaque jour de la fenêtre d'évènement, sauf au 5^{ème} jour. Par ailleurs, le constat est le même que sur la période d'estimation de 75 jours dont le graphe est présenté ci-après (graphe 0.3) :

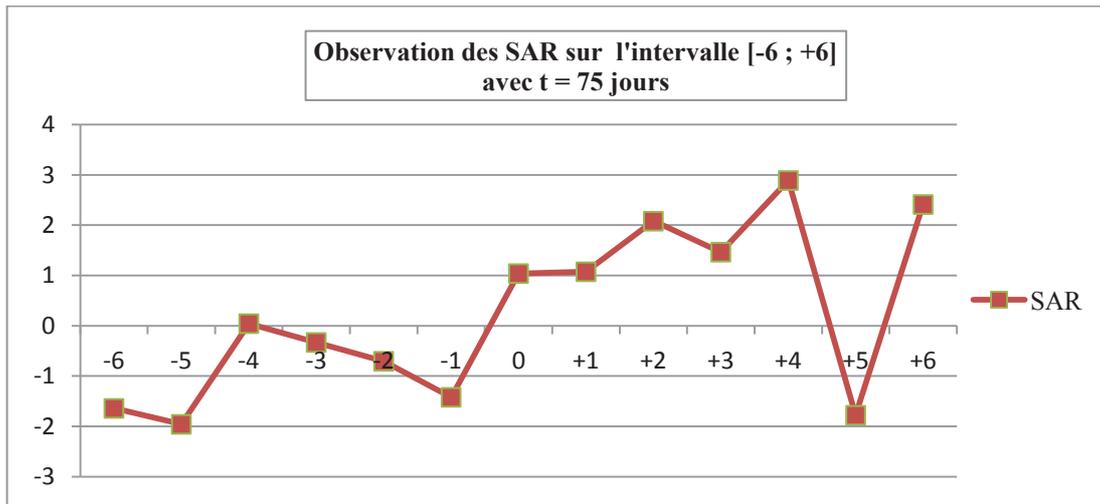


Graphe 0.3 : L'observation des rendements anormaux
Période d'estimation : 75 jours

Ci-après sont présentés et analysés les graphes des rendements anormaux normalisés (graphe 04 et graphe 05).

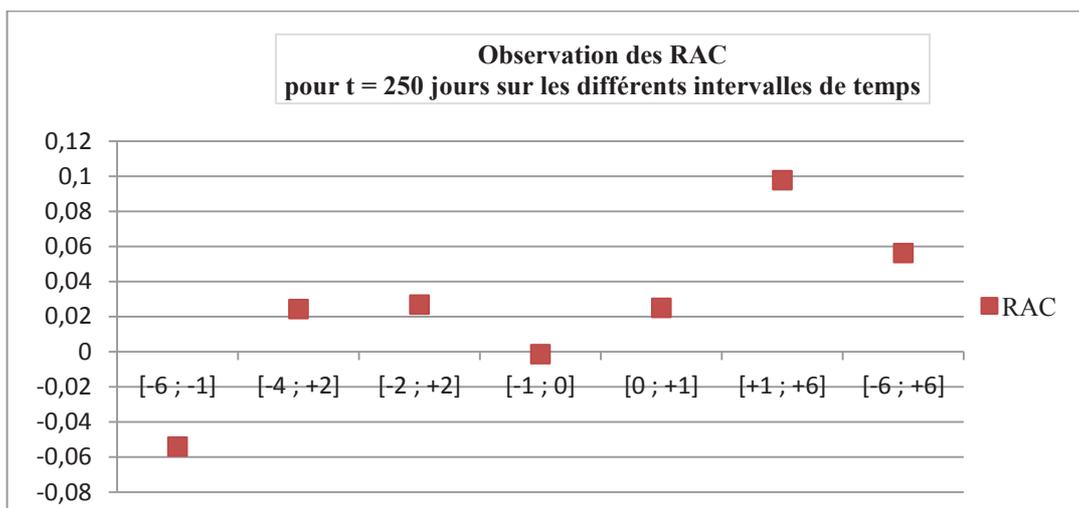


Graphe 0.4 : L'observation des rendements anormaux normalisés
Période d'estimation : 250 jours



Graphe 0.5 : L'observation des rendements anormaux normalisés
Période d'estimation : 75 jours

Suivant les deux graphes présentés, la tendance sur des SAR est identique quelle que soit la période d'estimation choisie de 250 jours ou de 75 jours. Par ailleurs, l'observation des SAR montre une création de valeur financière post-augmentation de capital et conforte les tendances des AR. Sachant que ces quatre premiers graphes ont permis d'apprécier les rendements pour chaque jour de la fenêtre d'évènement, le graphe suivant présente la tendance des rendements sur des intervalles de temps considérés de la fenêtre d'évènement. Ces graphes mesurent le cumul des rendements (graphe 0.6).



Graphe 0.6 : L'observation du cumul des rendements anormaux
sur les différents intervalles de temps – Période d'estimation de 250 jours.

L'observation du graphe ci-dessus explique les tendances des rendements anormaux cumulés. Sur un intervalle de temps donné, les rendements anormaux permettent de mesurer la création

ou la destruction de valeur actionnariale. Suivant la tendance des RAC, la destruction de la valeur est observée autour de la période [-6 ; -1]. **Post-événement, la création de valeur est observée autour des périodes : [0 ; +1] ; [+1 ; +6] et [-6 ; +6].** En conclusion, il convient d'interpréter ces différentes tendances comme suit : pré-augmentation de capital, la destruction de la valeur est observée sur les RAC. Cela peut être dû aux rumeurs et à la dilution attendue. **En revanche, une création de valeur est observée post-augmentation de capital, ce qui peut s'expliquer par des anticipations positives des investisseurs et par les mobiles de l'opération qui sont la recapitalisation, le remboursement des dettes et l'enlèvement du risque de faillite.**

Maintenant, il convient de présenter le tableau général (tableau 11) qui regroupe les rendements de l'opération d'augmentation de capital de CGG (Indice de référence : SBF 120). Les rendements qui figurent dans ce tableau ont permis de présenter les graphes présentés ci-dessus (graphe 0.2, graphe 0.3, graphe 0.4, graphe 0.5 et graphe 0.6). Le tableau du cumul des rendements est présenté juste après le tableau qui récapitule la liste des rendements (tableau 12). Ces différents tableaux sont suivis par la présentation des résultats statistiques qui ont permis de mesurer la significativité statistique et la robustesse de ces rendements aux différents seuils habituels (1%, 5% et 10%).

CGG : Liste des rendements normaux, anormaux et normalisés

CGG	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
RN _{SBF 120 à 250 jours}	0,00146559	0,00369889	-0,00034183	0,00023188	0,00032815	0,00070601	0,00056677	8,4704E-05	-0,00026219	0,00149512	0,00200161	9,412E-06	0,00074368
AR _{SBF 120 à 250 jours}	-0,01533391	-0,01538488	0,00034183	-0,00287172	-0,00682041	-0,01408096	0,01262892	0,01228696	0,02275619	0,01870801	0,03507483	-0,01905692	0,02791973
SAR _{SBF 120 à 250 jours}	-1,11858599	-1,12230389	0,02493607	-0,20948791	-0,49753842	-1,02718544	0,9212612	0,89631548	1,66003054	1,36472142	2,55865687	-1,39017383	2,03670272
RN _{SBF 120 à 75 jours}	0,00408228	0,00973708	-0,00049418	0,00095849	0,00120224	0,00215901	0,00180643	0,00058583	-0,00029254	0,00415704	0,00543951	0,00039518	0,00225439
AR _{SBF 120 à 75 jours}	-0,0179506	-0,02142307	0,00049418	-0,00359833	-0,00769449	-0,01553396	0,01138926	0,01178584	0,02278654	0,01604608	0,03163694	-0,01944269	0,02640903
SAR _{SBF 120 à 75 jours}	-1,64028545	-1,95759187	0,045157	-0,32880715	-0,70310533	-1,41945784	1,04072486	1,07696323	2,08218197	1,46625442	2,89091142	-1,77662873	2,41319687

Date d'événement : 5 nov. 1999 (BALO)

Tableau n° 11 : La liste des rendements normaux, anormaux et anormaux normalisés

Cumul des rendements anormaux de CGG

Temps	Période d'estimation de 250 jours	Période d'estimation de 75 jours
	RAC	RAC
[-6 ; -1]	-0,054150049	-0,065706278
[-4 ; +2]	0,024240816	0,019629036
[-2 ; +2]	0,001423441	0,022733185
[-1 ; 0]	0,001272782	-0,004144697
[0 ; +1]	0,000651472	0,0231751
[+1 ; +6]	0,004072329	0,089221729
[-6 ; +6]	0,010727791	0,034904712

**Tableau 12 : Le cumul des rendements anormaux
(Indice de réf. : SBF 120)**

Nous allons maintenant proposer les résultats du test t de Student (tableau 13). Les résultats du test t vont être suivis par ceux du test de Wilcoxon (tableau 14).

2.4.3.3.2. Les résultats des tests statistiques

Test statistique de Student sur les RAMC & ASARC

T	Période d'estimation : 250 jours								Période d'estimation : 75 jours							
	RAMC				ASARC				RAMC				ASARC			
	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig
[-6 ; -1]	** -0,009025	0,0068742	-3,216	0,024	** -0,658361	0,5014633	-3,216	0,024	** -0,010951	0,008664	-3,096	0,027	** -1,000682	0,791693	-3,096	0,027
[-4 ; +2]	0,003463	0,0128939	0,711	0,504	0,252619	0,9405896	0,711	0,504	0,002804	0,0132067	0,562	0,595	0,256237	1,2068009	0,562	0,595
[-2 ; +2]	0,005354	0,015246	0,785	0,476	0,390577	1,1121723	0,785	0,476	0,004547	0,0156923	0,648	0,552	0,415461	1,4339296	0,648	0,552
[-1 ; 0]	-0,000726	0,0188867	-0,054	0,965	-0,052962	1,3777598	-0,054	0,965	-0,002072	0,0190376	-0,154	0,903	-0,189366	1,7396119	-0,154	0,903
[0 ; +1]	*** 0,012458	0,0002418	72,861	0,009	*** 0,908788	0,0176393	72,861	0,009	*** 0,011588	0,0002804	58,438	0,011	*** 1,058844	0,0256244	58,438	0,011
[+1 ; +6]	* 0,016281	0,01898	2,101	0,09	* 1,187709	1,3845649	2,101	0,09	* 0,01487	0,0182494	1,996	0,102	* 1,358813	1,6675906	1,996	0,102
[-6 ; +6]	0,004321	0,0183337	0,85	0,412	0,315181	1,3374196	0,85	0,412	0,002685	0,0185356	0,522	0,611	0,245347	1,6937428	0,522	0,611

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

*** Significatif à 1%

Date d'annonce : 05 novembre 1999 (BALO)

Tableau 13 : Les résultats du test t de Student sur les RAMC et sur les ASARC

Les tests statistiques ont porté sur les rendements anormaux cumulés (RAMC) et anormaux moyens normalisés cumulés (ASARC). L'observation des rendements affiche les mêmes résultats significatifs aux différents seuils sur les deux types de rendements (RAMC et ASARC). L'indice SBF 120 est celui qui a été choisi. Ci-après, les résultats du test de Wilcoxon (tableau 14).

Test statistique de Wilcoxon sur les RAMC & ASARC

t	Période d'estimation : 250 jours				Période d'estimation : 75 jours			
	RAMC		ASARC		RAMC		ASARC	
	W	Sig	W	Sig	W	Sig	W	Sig
[-6 ; -1]	** -1,992	0,046	** -1,992	0,046	** -1,992	0,046	** -1,992	0,046
[-4 ; +2]	0,507	0,612	0,507	0,612	0,507	0,612	0,507	0,612
[-2 ; +2]	0,674	0,5	0,674	0,5	0,674	0,5	0,674	0,5
[-1 ; 0]	-0,447	0,655	-0,447	0,655	-0,447	0,655	-0,447	0,655
[0 ; +1]	1,342	0,18	1,342	0,18	1,342	0,18	1,342	0,18
[+1 ; +6]	* 1,572	0,116	* 1,572	0,116	* 1,572	0,116	* 1,572	0,116
[-6 ; +6]	0,664	0,507	0,507	0,507	0,524	0,6	0,524	0,6

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

*** Significatif à 1%

Tableau 14 : Les résultats du test de Wilcoxon sur les RAMC et les ASARC (date d'annonce : 05 novembre 1999)

Suivant le test de Wilcoxon sur les rendements, des fortes significativités apparaissent. L'indice SBF 120 est celui qui a été choisi. Il est important de noter que ces tests n'ont pas pu être effectués sur les rendements anormaux (AR) et normalisés (ASAR) en raison de l'insuffisance de l'échantillon. L'échantillon est composé d'un seul titre, ce qui limite profondément la portée des tests statistiques voire la généralisation des résultats à d'autres cas de gestion. En revanche, quoi qu'il en soit ces résultats sont utiles, car il ne s'agit d'un cas d'exploratoire. L'interprétation des résultats statistiques est donnée ci-après.

2.4.3.3.3. L'interprétation des résultats des tests statistiques

L'augmentation de capital est une opération d'une grande envergure dont les effets sont basés sur les anticipations capables d'influencer le cours. L'observation des résultats montre que l'opération a eu un impact significatif sur les rendements anormaux et anormaux normalisés durant plusieurs jours. Pour couvrir l'insuffisance de l'échantillon, les tests de significativité

ont été effectués sur les rendements cumulés. Le cumul de ces rendements exprime le gain global qu'un investisseur peut tirer sur toute une période d'événement.

- **Suivant les résultats du test t de Student**, un impact global significatif et positif post-événement se dégage sur l'intervalle **[+1 ; +6] jours**. Pour cette période, la moyenne de la rentabilité anormale cumulée est de (+1,63%) et celle de la rentabilité anormale normalisée cumulée est de (+118,77%) sur une période d'observation de 250 jours. En considérant le même intervalle de temps de la fenêtre d'événement soit **[+1 ; +6]** sur la période courte de 75 jours d'observations, les tendances de significativité sont les mêmes avec notamment (+1,49%) pour la RAMC et (+135,88%) pour l'ASARC. Tous ces résultats sont significatifs au seuil de 10%. Par ailleurs, un autre impact très significatif et positif autour de la date d'évènement est observé sur l'intervalle **[0 ; +1]**. La RAMC et l'ASARC sont respectivement de (+1,24%) et de (+90,87%) pour une période d'estimation de 250 jours et enfin de (+1,16) et de (+105,88%) pour une période de 75 jours. Ces résultats sont significatifs au seuil de 1%. **En conclusion, nous tenons à affirmer que post-augmentation de capital, l'opération est créatrice de valeur actionnariale.** En revanche pré-augmentation de capital, l'opération détruit de la valeur comme le démontre l'intervalle [-6 ; -1]. Sur cet intervalle, la RAMC et l'ASARC sont respectivement de (-0,9%) et de (-65,83%) sur la période d'estimation de 250 jours et de (-1,09%) et de (-100,07%) sur la période d'estimation de 75 jours. Ces résultats sont significatifs au seuil de 5%. Ces résultats statistiques sont ceux du test t de Student.

- **Sur le test de Wilcoxon**, un impact global significatif et positif est décelé dans l'intervalle de **[+1 ; +6]** correspondant à une RAMC de (+1,572%) peu importe la période d'estimation de 250 jours ou de 75 jours. **Suivant cet intervalle [+1 ; +6], l'opération est créatrice de valeur actionnariale post-augmentation de capital et c'est significatif au seuil de 10%.** Sur l'intervalle **[-6 ; -1]**, un effet significatif et négatif est enregistré sur la RAMC (-1,992), suivant la période d'estimation de 250 jours ou de 75 jours. Ces résultats sont significatifs au seuil de 5% et mettent en évidence la destruction de la valeur actionnariale.

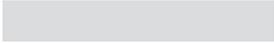
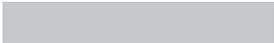
Ci-après, le récapitulatif des résultats des tests statistiques (tableau 15) :

2.4.3.3.4. Tableau 15 : La synthèse des résultats significatifs de l'étude d'événement de CGG

Date d'annonce (BALO): 5 novembre 1999

	RAMC		ASARC	
	250 jours	75 jours	250 jours	75 jours
<i>t_test</i>	[-6 ; -1] : DV à 5% [0 ; +1] : CV à 1% [+1 ; +6] : CV à 10%	[-6 ; -1] : DV à 5% [0 ; +1] : CV à 1% [+1 ; +6] : CV à 10%	[-6 ; -1] : DV à 5% [0 ; +1] : CV à 1% [+1 ; +6] : CV à 10%	[-6 ; -1] : DV à 5% [0 ; +1] : CV à 1% [+1 ; +6] : CV à 10%
<i>Z_test</i>	[-6 ; -1] : DV à 5% [+1 ; +6] : CV à 10%	[-6 ; -1] : DV à 5% [+1 ; +6] : CV à 10%	[-6 ; -1] : DV à 5% [+1 ; +6] : CV à 10%	[-6 ; -1] : DV à 5% [+1 ; +6] : CV à 10%

Légende

	RAMC	250 jours	Période d'estimation
	ASARC	75 jours	Période d'estimation
CV	Création de valeur	<i>t_test</i>	Statistique t de Student
DV	Destruction de valeur	<i>Z_test</i>	Statistique de Wilcoxon

En conclusion, l'opération d'augmentation de capital étudiée est créatrice de valeur actionnariale. Cela signifie qu'elle suscite des changements d'anticipation positifs.

2.5. Section n°3 : Les enseignements et la synthèse de la recherche exploratoire

La présente section est dédiée aux enseignements issus de la recherche exploratoire qui nourrissent la poursuite de ce travail doctoral. Les objectifs, le déroulé et le plan de la section 3 sont présentés dans la figure suivante (figure 13).

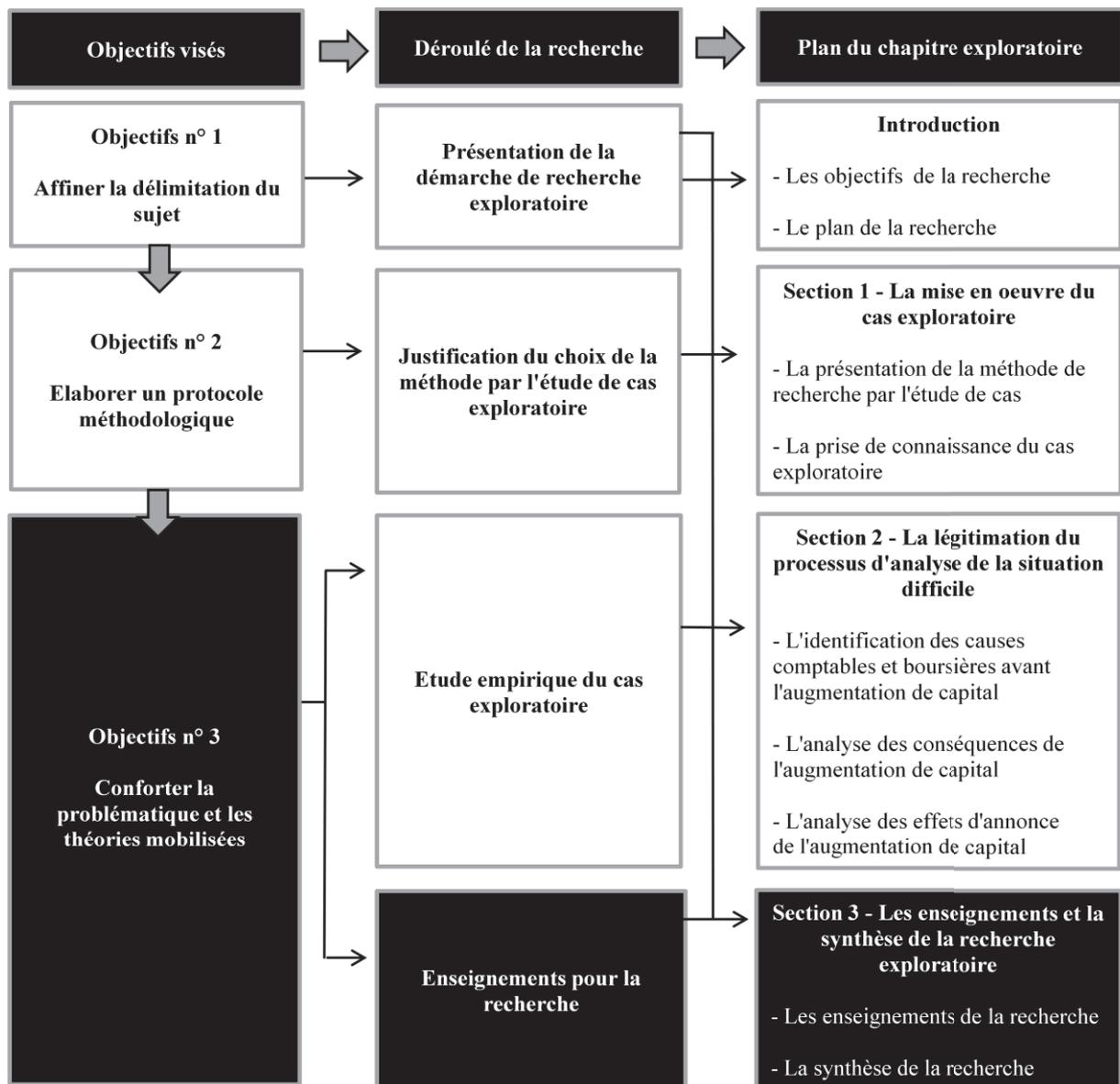


Figure 11 : L'architecture de la section 3 du chapitre exploratoire

En se basant sur un questionnaire ouvert sur l'objet de recherche, l'étude de cas exploratoire a permis à partir des analyses comptables, boursières et d'événement de produire des résultats permettant d'affiner la délimitation du sujet. Le protocole méthodologique a été mobilisé. Les sous-titres qui suivent s'attèlent à exposer les enseignements de la recherche et la synthèse de la recherche exploratoire.

2.5.1. Les enseignements de la recherche exploratoire

CGG est une compagnie qui développe et vend des services pétroliers. Elle est leader dans le marché de la géophysique. Son activité est axée sur la fourniture des services et la vente des produits géophysiques. Suite aux difficultés rencontrées par CGG, la restructuration de son passif d'endettement a été envisagée. En effet, afin d'évaluer l'ampleur de ses difficultés et de sa situation post-recapitalisation, nous avons procédé à l'analyse des variables de la difficulté financière. Il convient de noter que la société étudiée fait face à la crise conjoncturelle qui sévit son secteur. Cette crise est due à la baisse du prix du baril. Sa crise est également structurelle, car elle est inhérente à sa structure de financement surendettée. Les enseignements à tirer de l'étude exploratoire sont :

- L'observation de l'endettement net (168 millions d'euros au 30 juin 1999) supérieur aux capitaux propres (148 millions d'euros au 30 juin 1999), des résultats déficitaires (32 millions d'euros au 31 décembre 1998) contre 35 millions d'euros au 30 juin 1999), le levier financier est de 1,14 au 30 juin 1999. **Ces indicateurs qualifient la situation difficile de la société.** Post-augmentation de capital, les effets de l'augmentation de capital ont été intégrés dans les données comptables, une amélioration significative des données est attendue. Par exemple, post-augmentation de capital, les capitaux propres sont passés à 270,70 millions d'euros au 31 décembre 1999 à 148 millions d'euros au 30 juin 1999. L'endettement a été réduit et il est passé à 104,10 millions d'euros au 31 décembre 1999 contre 168 millions d'euros au 30 juin 1999. Le levier financier est passé à 0,38 au 31 décembre 1999 contre 1,14 au 30 juin 1999. **Ces résultats nous conduisent à affirmer que l'opération d'augmentation du capital améliore la structure de financement, réduit le risque financier et en éloigne le risque de faillite.** De facto, l'opération redonne de la confiance aux partenaires de la société. Elle peut également faire bénéficier à la société des économies d'impôts au détriment de l'endettement supplémentaire. Le résultat net post-

augmentation de capital est de -76,2 millions d'euros. Ce résultat est lié à la variation du chiffre d'affaires qui est négative.

- L'observation du ratio d'endettement net sur la capitalisation boursière permet de mesurer le poids du surendettement de la société par rapport à la valeur de marché des capitaux propres. **Le lancement de l'augmentation de capital est sensé améliorer ce ratio en augmentant les capitaux propres, en réduisant les dettes et le risque de faillite.** En effet, le ratio d'endettement se chiffre à 39,85% au 31 décembre 1999 contre 71,95% au 30 juin 1999.

- Les autres indicateurs qui ont été mobilisés pour mesurer les difficultés financières sont le PER et le PBR. Le PER s'il est non significatif provoque la méfiance. Le PER dépend énormément du résultat net. Il est évident qu'il soit non significatif, car le résultat est négatif pré et post-augmentation de capital. En ce qui concerne le PBR, il est de 1,58 au 30 juin 1999 et de 0,96 au 31 décembre 1999. Cet indicateur traduit une anticipation de la valorisation des capitaux propres. L'hypothèse de signalisation est utile pour permettre de comprendre les effets du PER et du PBR ;

- Les rentabilités économique et financière négatives qualifient la situation difficile d'entreprise. L'augmentation de capital est réalisée afin de restaurer les indicateurs de performance. Les rentabilités économique et financière sont respectivement négatives post-augmentation de capital de 9,63% et de 28,15% au 31 décembre 1999. Ces rentabilités sont influencées par l'insuffisance du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation. Il convient d'affirmer que la performance peut être mesurée par les analyses comptables et boursières, ainsi qu'à partir des effets d'annonce. Les effets d'annonce testent l'hypothèse du signal qui considère que l'opération d'augmentation de capital véhicule un signal qui est destiné aux investisseurs. Ce signal est également mesuré par le PBR. **Suivant les effets d'annonce, l'augmentation de capital est créatrice de valeur actionnariale post-augmentation de capital sur les intervalles de [0 ; +1] et de [+1 ; +6] au seuil de 10%, d'après les tests statistiques de Student et de Wilcoxon uniquement sur [+1 ; +6].**

- Le fonds de roulement net (FRN) mesure le potentiel d'entreprise à se financer ou à échoir ses règlements. Le FRN évalue les risques qui pèsent sur les covenants. En effet, il est directement affecté par le niveau des capitaux propres, par le surendettement et par les insuffisances de la trésorerie. Enfin, le lancement de l'augmentation de capital doit permettre de restaurer le fonds de roulement net. La constatation des données est la suivante : 73

millions d'euros au 30 juin 1999 contre 374,80 millions d'euros au 31 décembre 1999. La trésorerie nette est nulle au 30 juin 1999 contre 280,20 millions d'euros au 31 décembre 1999. Suivant les enseignements tirés dans ce cas exploratoire, nous proposons dans la page suivante, le pré-modèle de la recherche, qui sera enrichi dans les chapitres suivants (figure 12).

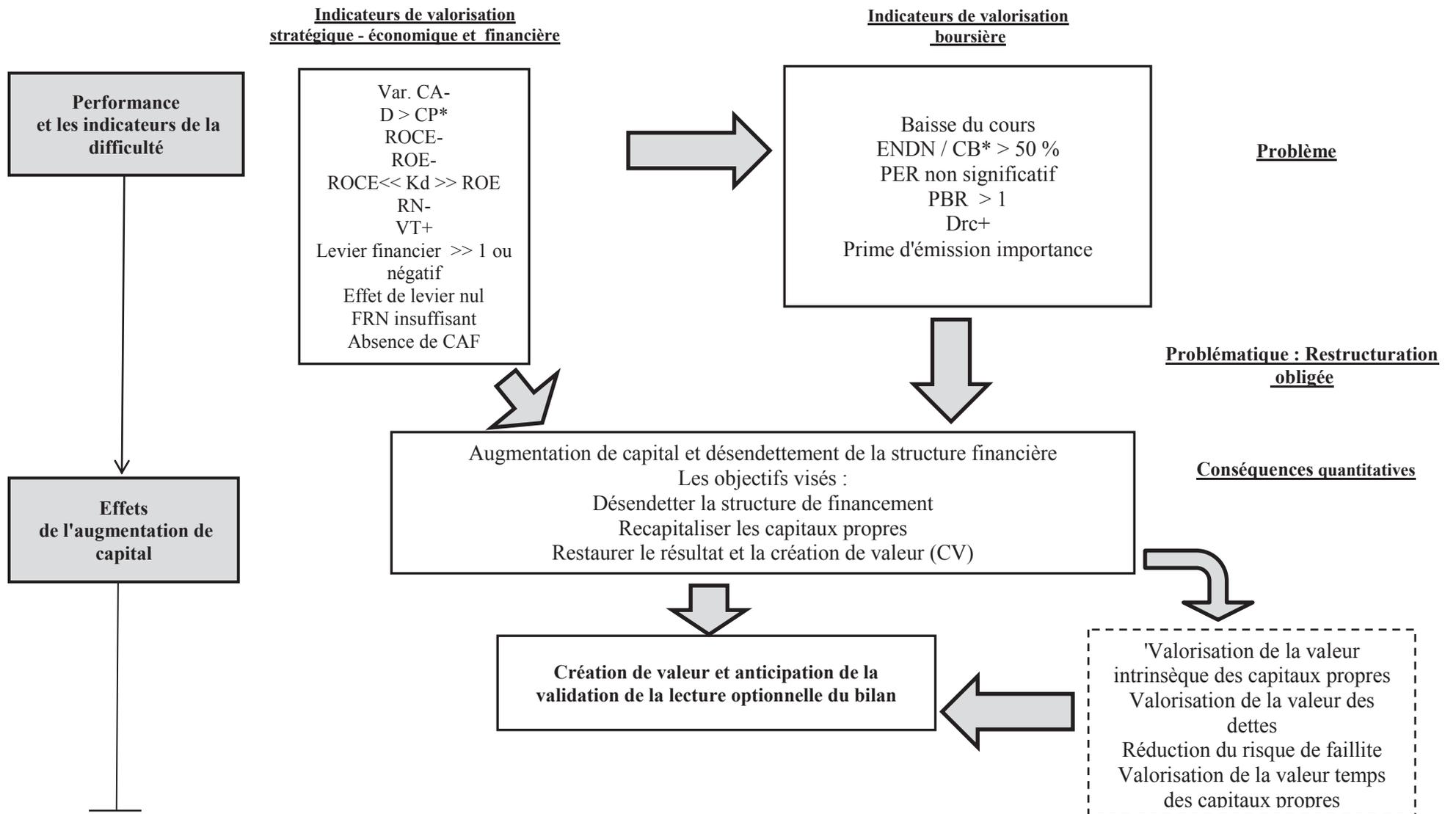


Figure 12 : Pré-modèle sur l'augmentation de capital en situation difficile

2.5.2. La synthèse de la recherche exploratoire

Selon Becker (2002 : 134), il n'existe pas de description « pure » d'un cas, car toute description nécessite un acte de sélection et exprime de ce fait un point de vue. Concernant de cette étude exploratoire, elle a été analysée minutieusement. Elle a permis de conforter la théorie de signalisation. Les enseignements de l'étude exploratoire ont été présentés. L'objet de ce titre est de synthétiser les enseignements tirés du cas exploratoire. Cette synthèse marque une conclusion intermédiaire en vue de la suite de la recherche doctorale qui se poursuit sur la généralisation des résultats à travers un protocole empirique.

Suivant les effets de l'augmentation de capital que nous avons étudiés, il convient d'affirmer qu'elle permet la recapitalisation des capitaux propres, le remboursement des dettes et la réduction du risque de faillite. **La théorie de la lecture optionnelle du bilan est adaptée à l'analyse des effets de l'augmentation du capital.** Cette théorie permet d'étudier les options de l'actif économique de la société. Elle explique également la redynamisation des relations des acteurs. La théorie d'agence permet également d'étudier la relation bilatérale entre les agents. Par ailleurs, l'étude exploratoire a permis d'étudier les conséquences de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale. **Les théories mobilisées pour étudier ces effets d'annonce sont la théorie d'efficience et la théorie de signalisation.** Ces théories sont fondamentales et généralement citées dans les recherches en sciences de gestion. Elles considèrent que l'augmentation de capital véhicule un signal qui est destiné aux investisseurs et que ce signal est intégré dans les cours si le marché est efficient. **Suivant les résultats des effets d'annonce, nous avons déduit que l'opération d'augmentation de capital est destructrice de la valeur actionnariale pré-opération et créatrice de valeur actionnariale post-opération.** Les résultats sont statistiquement significatifs et positifs sur l'intervalle de [+1 ; +6] jours concernant la période d'estimation de 250 jours ou de 75 jours voire sur l'intervalle de [0 ; +1]. Ces résultats sont significatifs au seuil de 1% suivant le test t de Student. La destruction de la valeur actionnariale est observée sur l'intervalle de [-6 ; -1], statistiquement significative au seuil de 5% suivant le test t Student.

En conclusion, il convient de noter que la recherche exploratoire a permis de profiler la société en difficulté financière en identifiant les covenants de difficulté. En étudiant empiriquement l'augmentation de capital, nous avons pu constater que l'augmentation de capital permet bien de recapitaliser les capitaux propres et d'ôter le risque de faillite. Nous avons par ailleurs compris que la société en difficulté est caractérisée par des PER non

significatifs, des résultats déficitaires, par l'insuffisance des capitaux propres, par des rentabilités économiques et financières négatives, ainsi que par un coût d'endettement élevé. En revanche, l'étude de cas exploratoire présente également des inconvénients liés à la généralisation des résultats. Le chapitre suivant a pour objet de permettre la généralisation et la confirmation des résultats des effets d'annonce réalisés à partir d'un échantillon plus large.

Conclusion du chapitre 2

L'étude exploratoire revêt un intérêt intrinsèque (Stake, 1994). Cette étude a été réalisée à partir d'un cas qui a donné lieu à des enseignements. D'après Hlady Rispal (2002), l'étude exploratoire permet d'expérimenter le protocole méthodologique d'un cas qui sera développé sur un échantillon plus large. Elle doit également permettre de conforter la réflexion théorique et d'affiner la délimitation du sujet étudié. En effet, elle est réalisée dans une démarche exploratoire consistant à découvrir dans le temps et dans l'espace un processus mal connu et la généralisation des résultats n'est pas une préoccupation première (Saporta, 2003 : 11). Il convient à présent de préciser que notre étude exploratoire a permis de créer de la connaissance à travers le protocole théorique et méthodologique.

Sur le protocole théorique, la recherche exploratoire a permis d'appréhender les effets de la signalisation de l'augmentation de capital sur le cours de la société. Cette recherche a donc conforté l'utilité de la théorie de signalisation (Ross, 1973).

Sur le protocole méthodologique, la méthodologie d'étude d'événement a été choisie afin de mesurer les effets de l'augmentation de capital sur le cours. Les tests statistiques réalisés visant à affirmer la significativité des résultats ont été effectués à partir du logiciel SPSS. En effet, lors de la création de connaissance, le chercheur peut user de plusieurs méthodes. Hlady-Rispal (2002) affirme que le chercheur est un funambule en phase d'apprentissage, en tension permanente dans la conduite de sa méthodologie empirique.

Maintenant que les apports du protocole théorique et méthodologique ont été affirmés, il convient de présenter les constats ou les résultats qui ont découlé de cette recherche exploratoire.

- La prise de connaissance de CGG a permis de confirmer qu'elle est non seulement affectée par le fort déclin du prix des hydrocarbures en 1999, mais elle est également surendettée.

- L'analyse des données comptables, financières et boursières au 30 juin 1999 a permis d'identifier variables explicatives de la situation difficile d'entreprise à savoir :

- L'observation des capitaux propres inférieurs à l'endettement net ;
- L'observation du résultat net déficitaire ;

- L'insuffisance du fonds de roulement net, ne permettant pas de financer l'activité et de rembourser les dettes, ce qui conforte le risque financier et de faillite ;
- L'absence de la capacité d'autofinancement ne permettant pas un endettement supplémentaire, ce qui illustre les difficultés de financement et le risque de faillite probable ;
- La présence d'un coût d'endettement élevé ;
- L'observation des rentabilités économique et financière négatives ;
- L'observation de l'effet de massue et du levier financier négatif ;
- La présence du ratio d'endettement net sur la valeur de marché élevé ;
- La variation négative du chiffre d'affaires ;
- L'observation d'un PER non significatif et d'un PBR supérieur à 1 ;

- Les analyses comptables, financières et boursières post-augmentation de capital (période du 30 juin au 31 décembre 1999), ont permis de distinguer :

- L'enlèvement du risque de faillite et l'augmentation de l'indépendance financière de la société vis-à-vis des créanciers ;
- L'amélioration significative du fonds de roulement net et de la capacité d'autofinancement liée à la prise en compte du produit d'émission de l'augmentation de capital ;
- L'amélioration du ratio d'endettement net sur la valeur de marché ;
- L'amélioration du levier financier ;

- Sur l'analyse des conséquences de l'augmentation de capital, d'autres résultats ont été observés sur la période du 30 juin au 31 décembre 1999 à savoir :

- L'observation du cours théorique inférieur au cours pré-augmentation de capital ;
- L'observation de la dilution du contrôle et des résultats ;
- Les effets d'annonce de l'augmentation de capital ont permis d'affirmer que l'augmentation de capital est créatrice de valeur actionnariale post-opération, notamment sur les fenêtres d'événement [0 ; +1] jours et [+1 ; +6] jours. Les rentabilités anormales moyennes cumulées relatives à ces intervalles sont de +1,24% et de +1,63% significatives aux seuils respectifs de 1% et de 10% obtenues à partir du test t de Student sur la période d'estimation de 250 jours. Sur la période d'estimation de 75 jours et sur les mêmes intervalles de temps pour le même test, la rentabilité anormale moyenne cumulée a été respectivement de +1,16% et de 1,49% aux mêmes seuils de significativité.

- Les effets d'annonce ont confirmé post-augmentation de capital que globalement l'opération est créatrice de valeur actionnariale notamment sur l'intervalle [+1 ; +6]. La rentabilité anormale moyenne cumulée observée sur la période d'estimation de 250 ou de 75 jours a été approximativement de +1,572, obtenue à partir du test de Wilcoxon et significative au seuil de 10%.

- Les effets d'annonce ont également permis de mettre en exergue la destruction de la valeur actionnariale sur la période pré-augmentation de capital sur l'intervalle [-6 ; -1]. Le rendement anormal moyen cumulé observé est de -0,9% significatif au seuil de 5% sur la période d'estimation de 250 ou de 75 jours, obtenu à partir du test t de Student. Le test de Wilcoxon confirme les mêmes observations mais avec un rendement anormal moyen cumulé de -1,992.

Conclusion du titre 1

Le premier titre de cette recherche doctorale s'achève. Son objectif était de répondre au premier volet de la problématique de la recherche à savoir dans un premier temps de présenter l'analyse conceptuelle de l'augmentation de capital en situation difficile. Dans un deuxième temps, l'ambition était de réaliser une étude exploratoire permettant d'affiner la délimitation du sujet de recherche et d'élaborer un protocole méthodologique nécessaire à la poursuite de cette recherche. C'est ainsi, que nous avons répondu de manière précise aux objectifs poursuivis ayant permis d'expliquer nos questions de recherche (Quelles sont les caractéristiques de l'augmentation de capital ? Quels sont les signaux annonciateurs de la situation difficile ? Quelle est la définition de l'entreprise en situation difficile ? Quels sont les paradigmes théoriques qui permettent d'élucider les augmentations de capital réalisées en situation difficile ?). Par ailleurs, les résultats de ce titre 1 sont ceux qui suivent :

1. Nous avons construit une revue de la littérature sur les augmentations de capital⁶⁵ en situation difficile et avons affirmé qu'elle (augmentation de capital) convient au problème du désendettement⁶⁶ de la structure de financement, ainsi qu'à celui de la gestion du risque de faillite. Cette opération a été qualifiée de dernier « recours », car elle permet de franchir des caps difficiles.

2. Nous avons également identifié les signaux annonciateurs de la situation difficile tels qu'ils sont révélés par la littérature théorique, à savoir les signaux quantitatifs⁶⁷ (comptables, financiers et boursiers) qui sont accessibles, contrôlables et analysables. Les signaux qualitatifs peuvent concerner la gestion stratégique ou opérationnelle.

3. Nous avons appliqué la théorie de la lecture optionnelle du bilan à un cas exploratoire. Ainsi, nous avons affirmé que l'augmentation de capital permet de revaloriser la valeur des capitaux propres, de revaloriser la valeur des dettes, de réduire le risque de faillite en abaissant la valeur de l'option de vente ou de défaillance (put) et en repoussant l'exercice de l'option de vente.

⁶⁵ Cf. Gilson et al. (1990).

⁶⁶ Cf. Ginglinger (1984).

⁶⁷ Cf. Van Caillie D. (2000).

4. Nous avons affirmé à partir de l'étude exploratoire, le protocole méthodologique de cette recherche qui est lié à la méthodologie d'étude d'événement.

5. Nous avons également listé à partir de l'étude exploratoire, les causes de la situation difficile dont : la baisse du prix de vente ; le surendettement ; l'existence des capitaux propres inférieurs à l'endettement net, l'observation des résultats nets déficitaires ; l'insuffisance du fonds de roulement net ; l'absence de la capacité d'autofinancement ; la présence d'un coût d'endettement très élevé ; l'observation des rentabilités économique et financière négatives ; la présence d'un effet de levier et d'un levier financier respectivement négatif et supérieur à 1; la présence du ratio d'endettement net sur la valeur de marché très élevé ; l'observation d'un PER non significatif et d'un PBR supérieur à 1.

6. Nous avons étudié les conséquences de l'augmentation de capital et avons affirmé qu'elle améliore significativement et positivement les causes de la situation difficile citées ci-dessus.

7. Nous avons également constaté que l'augmentation de capital engendre la dilution du contrôle.

8. A partir des analyses des effets d'annonce du cas exploratoire, nous avons conclu que l'augmentation de capital est créatrice de valeur actionnariale post-augmentation de capital sur les fenêtres d'événement [0 ; +1] jours et [+1 ; +6] jours. En revanche, elle est destructrice de valeur actionnariale sur la période pré-augmentation de capital, notamment sur l'intervalle [-6 ; -1] jours.

A partir de tous ces éléments étudiés, nous avons proposé notamment dans le chapitre 2, un pré-modèle sur les augmentations de capital en situation difficile. Maintenant, pour répondre explicitement à la question de recherche centrale de cette thèse (Quelles sont les conséquences d'une augmentation de capital réalisée en situation difficile pour l'actionnaire ancien ?) afin de disposer des résultats statistiques généralisables, nous allons dans le chapitre 3 étudier les effets d'annonce des augmentations de capital réalisées en situation difficile. Puis, dans le chapitre 4 nous apprécierons la perception des gestionnaires d'actifs sur le résultat des augmentations de capital, sur la stratégie de gestion des actions décotées, sur la théorie de la lecture optionnelle du bilan et sur la communication financière.

**TITRE 2 : L'ESSAI DE LA GENERALISATION DE
L'AUGMENTATION DE CAPITAL EN SITUATION
DIFFICILE : L'ANALYSE CONFIRMATOIRE**

TITRE 2 : L'ESSAI DE LA GENERALISATION DE L'AUGMENTATION DE CAPITAL EN SITUATION DIFFICILE : L'ANALYSE CONFIRMATOIRE

Introduction du titre 2

Le premier titre de cette recherche doctorale a porté sur l'analyse conceptuelle de l'augmentation de capital en situation difficile. Il a eu pour objet d'expliquer pourquoi une augmentation de capital peut être considérée comme une dernière alternative de financement qui s'offre à la société en difficulté financière. Nous notons y avoir testé la méthodologie d'étude d'événement à partir d'un cas exploratoire. L'objet de ce deuxième titre est d'étendre la généralisation de la méthodologie d'événement à un échantillon plus large. Ainsi, dans ce deuxième titre nous nous focalisons sur la généralisation de cette méthodologie et sur l'appréciation des effets d'annonce de l'augmentation de capital. Plus précisément, nous voudrions répondre à deux questions :

1. Quelles sont les conséquences de l'augmentation de capital réalisée en situation difficile sur la valeur actionnariale ? Nous chercherons à mesurer la nature de la valeur créée à l'issue de l'augmentation de capital.

2. Quelle est la perception des actionnaires minoritaires sur la gestion des actions décotées, sur l'augmentation de capital et sur son résultat ?

Par ailleurs, pour généraliser et approfondir en segmentant les actionnaires, un design de la recherche a été élaboré. Il s'articule autour des chapitres 3 et 4 qui constituent le fondement de ce titre.

Le chapitre 3 porte sur l'implémentation de la méthodologie d'événement à un échantillon plus large. Son objet est de mesurer les effets d'annonce de l'augmentation de capital effectuée en contexte difficile. Les résultats de l'étude d'événement constatés sont des moyennes et ils seront testés statistiquement afin que leur significativité statistique et leur généralisation soient confirmées.

Le chapitre 4 et le dernier de cette recherche, vise à présenter les analyses qualitatives et le modèle général de cette recherche doctorale. En effet, ce chapitre est essentiellement

qualitatif. Il permettra de recueillir la perception des actionnaires particuliers (les gestionnaires d'actifs) sur le lancement de l'augmentation de capital. Parmi les concepts d'analyse qui seront étudiés, il y a le profil de gestion des actionnaires particuliers, leur stratégie de gestion sur les actions décotées, leur perception sur le résultat de l'opération et sur la théorie de la lecture optionnelle du bilan, ainsi que sur l'importance de la communication financière de l'opération. Pour y parvenir, les analyses de sens et textuelles lexicales ont été effectuées.

Nous tenons également à noter que les analyses qualitatives viennent en complément des analyses quantitatives effectuées. L'imbrication de ces deux méthodes d'analyse constitue la triangulation des données.

Chapitre 3 : Les effets d'annonce de l'augmentation de capital en situation difficile : L'essai de la généralisation

L'objet de ce chapitre est de mesurer les effets d'annonce susceptibles d'être observés lors du lancement de l'augmentation de capital en situation difficile. En réalité, nous cherchons à évaluer la valeur créée par cette opération pour les actionnaires anciens. Cette analyse correspond à un essai de la généralisation de la méthodologie d'événement sur un échantillon plus large. Ce chapitre sur les études d'événement est organisé en trois sections. La première section précisera l'objet de la méthodologie d'événement pour un échantillon. Cette section expliquera la notion du rendement anormal. C'est cette notion qui mesure le levier de création ou de destruction de la valeur actionnariale. Elle sera soumise aux tests statistiques afin d'affirmer sa significativité statistique. Son calcul est effectué à partir du modèle de marché. La deuxième section est dédiée à la procédure des tests statistiques. La troisième section est réservée à la présentation et à l'interprétation des résultats de l'étude d'événement.

3.1. Section n° 1 : La méthodologie d'étude d'événement pour un échantillon

La méthodologie d'événement permet de mesurer l'impact d'annonce d'un événement sur un cours boursier. Cette méthodologie cherche à identifier les rentabilités dites anormales. Elle s'inspire des travaux de Sharpe (1964) et de Fama et al. (1969). Sa formulation provient de la relation linéaire entre le rendement d'équilibre du titre et le rendement moyen du marché sur une fenêtre d'événement donnée. La définition avec précision de la date de première annonce de l'événement est cruciale pour cette méthodologie. Concernant la norme, elle est donnée par le modèle de marché qui est très utilisé dans les sciences financières. Ce modèle a l'avantage d'être simple, peu coûteux, ouvert et facilement vérifiable. Ce modèle montre également la robustesse des paramètres, parce qu'il est ajusté à la rentabilité et au risque de marché à travers le β_i et parce que α_i permet d'absorber les chocs externes à l'événement (Warner et Brown, 1980). Concernant l'échantillon de la recherche, il est constitué des sociétés qui ont connu des difficultés financières et qui ont procédé aux augmentations de capital durant la

période de 2007 à 2012. Ces sociétés ont été repérées et sélectionnées sur le site de l'autorité des marchés financiers français à partir des notices d'informations publiées. Il convient maintenant de présenter la procédure de réalisation de la méthodologie d'événement pour notre échantillon de 30 titres. La démarche est suivante :

- La définition de la date d'annonce ;
- La sélection des titres ;
- Le choix de la période d'estimation des paramètres ;
- Le calcul des paramètres ;
- La procédure des tests statistiques ;
- La présentation des résultats et des analyses.

3.1.1. La définition de la date d'annonce

La date d'annonce de l'événement (DE) choisie, est la date officielle de l'opération. Cette date peut être celle du CA⁶⁸ ou celle de la COB⁶⁹ ou encore celle du BALO⁷⁰ voire celle de la presse. Elle constitue la date de première réalisation publique de l'événement ou de l'émission (Ducassy I., 2003). Cette date coïncide à la date zéro. Elle est souvent notée t_0 ou n_0 .

Par ailleurs, si le marché est parfait et rationnel, toute influence sur le cours ne peut pas être expliquée par la méthodologie (Campbell et al., 1997). En effet, ces influences sur le cours peuvent provenir des imperfections du marché, des anticipations des investisseurs, ou encore de l'existence des initiés. Les autres changements sur le cours peuvent être dus à la date d'annonce utilisée. En revanche, une date mal fixée ou décalée par rapport à la bonne date, conduira à obtenir des rendements anormaux éloignés de la réalité. Dans ce cas, ces résultats ne refléteraient pas les anticipations réelles des investisseurs.

En définitive, la date d'événement qui a été choisie pour la grande majorité des sociétés de cet échantillon est celle du BALO.

⁶⁸ Le CA est utilisé, pour désigner le conseil d'administration.

⁶⁹ Le COB, représente la commission des opérations de bourse. Elle a été Créée en 1967, et ensuite a été fusionnée avec le Conseil des marchés financiers, formant ainsi l'Autorité des marchés financiers. Il s'agissait d'un organisme chargé de donner des avis ou de prendre des décisions concernant les opérations de bourse : consulté le 16 juin 2015 sur : <http://www.linternaute.com/dictionnaire/fr/definition/cob/>.

⁷⁰ Le BALO, est couramment employé pour signifier le bulletin des annonces légales obligatoires.

3.1.2. La sélection des titres

L'extraction des cours des sociétés qui composent l'échantillon de la recherche a été effectuée à partir de la base de données FactSet. Il convient de souligner que les sociétés de l'échantillon ont été sélectionnées à partir du site internet de l'AMF⁷¹. Les notices d'informations concernant les augmentations de capital de ses sociétés ont également été importées du site internet de l'AMF. La périodicité des cours est journalière. L'échantillon constitué comprend 30 sociétés choisies pour la plupart dans la période de 2007 à 2012. La description du tableau des 30 cas (ou sociétés) est présentée dans les pages suivantes (tableau 16).

⁷¹ L'AMF ou Autorité de marchés financiers français.

ECHANTILLON DE LA THESE

	Sociétés	Code ISIN	Cotation	Droits de souscription	Date BALO	Période de souscription	Type d'émission	Mobiles de l'opération
1	Lafarge	FR0000120537	Euronext Paris	DPS	31 mar.2009	2 av.-15 avril 2009	En numéraire	L'augmentation de capital vise à réduire la dette du Groupe et à consolider sa structure financière dans le cadre plus général du plan d'action permettant de combler la baisse d'activité et les effets de la crise sur les marges. Son ratio d'endettement est de 1,31.
2	Faurecia	FR0000121147	Euronext Paris	DPS	27 avr.2009	30 av.-12 mai 2009	En numéraire	L'augmentation de capital visée permettra de sécuriser les capitaux propres et de couvrir l'insuffisance du fonds de roulement net dans le cadre du plan challenge 2009 au regard des obligations à venir dans les 12 mois. La société a réalisé des pertes en 2006, 2007 et 2008.
3	ST Dupont	FR0000054199	Eurolist d'Eueonext Paris	DPS	2 juin 2006	6 juin - 16 juin	En numéraire ou par compensation des créances	L'incertitude sur la continuité de l'exploitation subsiste et l'augmentation de capital devra servir à assainir les pertes réalisées en 2004 et en 2005. Les capitaux propres sont négatifs au 30 septembre 2005. Le fonds de roulement net est insuffisant avant l'augmentation de capital qui permettra de reconstituer les capitaux propres pour permettre la continuité d'exploitation.
4	Duran	FR0010731414	NYSE Euronext Paris	DPS	16 mar.2009	17mar-27 mar2009	En numéraire	La société est en difficulté et a un fonds de roulement net insuffisant pour faire face aux échéances futures. Ses capitaux propres et résultats nets sont négatifs en 2006, 2007 et 2008. L'augmentation de capital permettra de reconstituer partiellement les capitaux propres.
5	Archos	FR0000182479	Euronext Paris	DPS	25 nov.2009	27 nov.-9 déc.2009	En numéraire	L'incertitude sur la continuité d'exploitation est réelle vue les difficultés subies en 2008 et 2009 qui pèsent sur la trésorerie. Le fonds de roulement net est négatif et ne permet pas de couvrir les obligations dans les 12 mois prochains avant l'augmentation de capital. L'augmentation de capital est lancée pour sécuriser les capitaux propres, assurer la continuité d'exploitation et financer le besoin en fonds de roulement.

ECHANTILLON DE LA THESE (suite)

	Sociétés	Code ISIN	Cotation	Droits de souscription	Date BALO	Période de souscription	Type d'émission	Motifs de l'opération
6	La Fuma Groupe	FR0000035263	Euronext Paris	DPS	29 avril 2009	5 mai-14 mai.2009	En numéraire	Le contexte difficile a entraîné l'accroissement de l'endettement et le non respect des covenants. L'augmentation de capital permettra de renforcer la structure du bilan.
7	Henri Maire	FR0000061087	Euronext Paris	DPS	26 nov.2010	30 nov.-7 déc.2010	En numéraire	L'augmentation de capital est effectuée pour poursuivre le processus du désendettement suite au protocole conclu avec les banques. La société est déficitaire depuis plusieurs exercices 2008, 2009 et a une capacité d'autofinancement négative.
8	Groupe Steria	FR0000072910	Eurolist d'Euronext	DPS	14 nov.2007	15 nov.-28nov.2007	En numéraire	Le fonds de roulement net est insuffisant pour honorer les engagements de trésorerie d'exploitation dans les 12 mois prochains. L'augmentation de capital a pour objet de rembourser une partie du crédit syndiqué.
9	Groupe Flo (2009)	FR0004076891	Euronext Paris Compartiment C	DPS	31 août.2009	2 sept.-16sept.2009	En numéraire par versement en espèces ou par compensation de créances	Le résultat opérationnel et le résultat net de 2008 sont négatifs. L'augmentation de capital permettra de faire face aux échéances futures et de couvrir l'insuffisance du fonds de roulement net et éviter l'exigibilité anticipée du crédit syndiqué. L'augmentation de capital résulte de l'accord conclu entre la société et les créanciers afin de renforcer la structure financière et de réduire la dette nette.
10	Imerys	FR0000120859	Euronext Paris	DPS	4 mai 2009	6 mai-19 mai 2009	En numéraire	Le marché est sévi par la crise économique de 2008. L'augmentation de capital permettra de s'adapter au contexte et d'optimiser la structure financière en réduisant l'endettement net suivant le plan d'adaptation de 2008.

ECHANTILLON DE LA THESE (suite)

	Sociétés	Code ISIN	Cotation	Droits de souscription	Date BALO	Période de souscription	Type d'émission	Mobiles de l'opération
11	Orapi	FR0000075392	Euronext Paris	DPS	20 juill.2009	27 juil.-5août 2009	En numéraire	Suivant la probabilité d'atteinte du covenant (Dette nette / EBE) d'ici fin 2009, les créanciers pourraient exiger immédiatement par anticipation la dette à long et moyen terme. L'augmentation de capital devra permettre de renforcer les ressources. Le fonds de roulement net est insuffisant au regard des obligations pour les 12 mois à venir. L'augmentation de capital est envisagée pour affronter le contexte difficile et conforter la structure financière.
12	Orosdi	FR0000039141	Euronext Paris	DPS	10 nov.2011	15nov.-25nov.2011	En numéraire ou par compensation de créances	La société est endettée et réalise des pertes depuis plusieurs exercices. Ses capitaux propres sont négatifs. L'augmentation de capital permettra de reconstituer les capitaux propres devenus inférieurs au capital social.
13	Generix	FR0010501692	NYSE Euronext Paris	DPS	29 sept.2011	29 sept.-12oct.2011	En numéraire	L'augmentation de capital est pensée pour permettre la continuité de l'exploitation, pour financer les besoins de trésorerie et renforcer les capitaux propres. Le fonds de roulement est insuffisant pour face aux échéances dans les 12 mois prochains.
14	Gecimed	FR0000061566	NYSE Euronext Paris	DPS	24 juin 2009	29 juin-10juil. 2009	En numéraire	Le fonds de roulement est négatif depuis fin 2008 et insuffisant compte tenu des obligations dans les 12 mois futurs avant l'augmentation de capital. L'augmentation de capital permettra de réduire l'endettement.
15	Nextradio tv	FR0010240994	Euronext Paris	DPS	28 août 2009	1sept.-14 sept.2009	En numéraire	L'augmentation de capital est effectuée pour lever l'exigibilité anticipée potentielle liée au non respect éventuel d'un covenant d'ici fin 2009 et de renforcer la structure financière dans un contexte difficile.

ECHANTILLON DE LA THESE (suite)

	Sociétés	Code ISIN	Cotation	Droits de souscription	Date BALO	Période de souscription	Type d'émission	Mobiles de l'opération
16	Club méditerranée	FR0000121568	Euronext Paris	DPS	6 mai 2009	11 mai-26 mai.2009	En numéraire ; émission et admission d'un emprunt des ORANE.	L'augmentation de capital est lancée pour couvrir l'insuffisance du fonds de roulement dans les 12 mois à venir en levant l'exigibilité anticipée du crédit syndiqué.
17	Medasys	FR0000052623	Euronext Paris Compartiment C	Sans DPS	08 nov.2011	30 novembre 2011	Emission et admission des actions nouvelles et des BSA.	Sans l'augmentation de capital vue sous l'angle du rapprochement entre Medasys et Noemalife, les dettes financières deviendraient exigibles. L'augmentation de capital est effectuée pour rendre suffisant le fonds de roulement au regard des obligations dans les 12 mois à venir. Elle est instituée dans le cadre de l'équilibre financier pour la sécurisation des besoins de trésorerie.
18	Société française de casinos (2011)	FR0010209809	Euronext C de NYSE Euronext Paris	Sans DPS	27 oct.2011	3 novembre 2011	Par compensation de créances	La société est en redressement judiciaire et l'augmentation de capital est lancée pour crédibiliser la structure financière et réduire l'endettement.
19	Société française de casinos (2009)	FR0010209809	Euronext C de NYSE Euronext Paris	Sans DPS	02 fév.2009	5 février 2009	Par compensation de créances	La société est endettée et l'augmentation de capital est visée pour assainir l'assise financière et faire face aux échéances à venir, car le fonds de roulement est insuffisant. L'augmentation de capital devra permettre de réduire les dettes de la société.
20	Theolia	FR0000184814	Euronext Paris	DPS	23 juin 2010	25 juin-7 juil.2010	Admission des OCEANES	La société est en difficulté et risque l'exigibilité anticipée des OCEANES si l'augmentation de capital n'est pas réalisée. Le fonds de roulement est insuffisant pour les 12 mois à venir et l'augmentation de capital est envisagée pour restructurer la dette.

ECHANTILLON DE LA THESE (suite)

	Sociétés	Code ISIN	Cotation	Droits de souscription	Date BALO	Période de souscription	Type d'émission	Mobiles de l'opération
21	Solving efeso	FR0004500106	Euronext Paris	DPS et sans DPS	30 sept.2010	05oct.-18oct.2010	En numéraire	La société est endettée. Son fonds de roulement est insuffisant pour faire face aux échéances à venir. L'augmentation de capital est pensée pour rembourser les dettes devenues exigibles.
22	Mecelec	FR0000061244	Eurolist de NYSE Euronext Paris - Compartiment C	DPS	30 nov.2010	1 déc.-20 déc.2010	En numéraire	L'augmentation de capital est réalisée pour poursuivre la mesure de sauvegarde homologuée par le tribunal, pour la restructuration de la dette et pour le renforcement des fonds propres.
23	Société générale	FR0000130809	Eurolist de NYSE Euronext Paris	DPS	13 fév.2008	21 fév.-29fév.2008	En numéraire	La société a subi des pertes et espère remonter ses ratios de sécurisation fin 2008 selon la réglementation (Bâle1). L'augmentation de capital permettra de renforcer les fonds propres.
24	Credit agricole	FR0000045072	Euronext Paris	DPS	6 juin 2008	6 juin-24 juin 2008	En numéraire	La société a réalisé des pertes liées à la crise de subprimes et voudrait porter son ratio Tier 1 entre 8% et 8,5% contre 7,7 % à fin mars 2008. L'augmentation de capital doit permettre de renforcer les fonds propres
25	Natixis	FR0000120685	Euronext Paris	DPS	03 sept.2008	5sept.-18sept.2008	En numéraire	La société est affectée par la crise des subprimes et l'augmentation de capital est envisagée pour augmenter le ratio Tiers 1.

ECHANTILLON DE LA THESE (suite)

	Sociétés	Code ISIN	Cotation	Droits de souscription	Date BALO	Période de souscription	Type d'émission	Mobiles de l'opération
26	Huis clos	FR0000072357	Eurolist d'Euronext Compartiment C	DPS	3 août 2005	4 août-17 août 2005	Emission et admission des actions en numéraire	L'augmentation de capital est adoptée pour faire face aux besoins d'exploitation et pour poursuivre sereinement l'exploitation.
27	Tonna Electroque	FR0000064388	Euronext Compartiment C	Sans DPS	5 mars 2009	5 mars 2009	Emission et admission des actions nouvelles et des BSA	La société fait l'objet d'un plan de continuation et l'augmentation de capital est lancée pour reconstituer les fonds propres.
28	Millimages	FR0010973479	NYSE Euronext Paris Compartiment C	DPS	27 janv.2012	1 fév.-13 fév.2012	En numeraire	L'augmentation de capital est envisagée pour faire face aux échéances à court terme et pour augmenter la capacité financière en permettant de financer l'activité et d'éviter le redressement judiciaire. Le fonds de roulement est insuffisant avant l'augmentation de capital et devra permettre de couvrir les échéances de remboursement à venir.
29	Anovo	FR0010698217	Euronext Paris Compartiment C	Sans DPS	30 juin 2009	22 juillet 2009	Emission et admission des actions nouvelles et des BSA	L'augmentation de capital a pour but de restructurer l'endettement et rendre suffisant le fonds de roulement compte tenu des opérations à venir. Un mandataire ad hoc supervise la mesure de restructuration.
30	Euromedis Groupe	FR0000075343	NYSE Euronext Paris	DPS	16 fév.2011	3 mar.- 11mar.2011	En numeraire	L'augmentation de capital est effectuée pour poursuivre le désendettement de la société. Le but de la société est d'obtenir un ratio d'endettement net de 60% au 31 juillet 2011 contre 82,3% au 31 juillet 2010.

Tableau 16 : La synthèse de l'échantillon des 30 cas des augmentations de capital

3.1.3. Le choix de la fenêtre d'événement

La fenêtre d'événement représente la fenêtre d'observation des rendements anormaux. Elle est conçue autour de la date d'annonce. Elle peut être plus courte ou allongée. En effet, elle est composée des jours qui précèdent et qui suivent l'événement. Selon Sannajust (2009), « la prise en compte des jours qui précèdent l'opération permet d'expliquer les éventuelles anticipations des investisseurs et la prise en compte des jours qui suivent l'événement, correspond au temps nécessaire permettant au marché de réagir aux informations arrivées après l'annonce officielle de l'évènement ».

Sur la formation de la fenêtre d'événement, Brown et Warner (1985) notent qu'elle ne doit pas être longue au risque de réduire la significativité des tests statistiques. Dans le même élan, Ryngaert et Netter (1990) soulignent que les impacts significatifs sont généralement observés dans une courte période. Enfin, il existe peu d'études d'événement qui ont été réalisées sur des fenêtres de longues amplitudes. Par ailleurs, cette fenêtre doit être étendue sur plusieurs jours et inclure au moins le jour de l'annonce et le jour pré ou post annonce. En revanche, si la fenêtre est courte, elle peut permettre d'obtenir des résultats qui soient suffisamment robustes et significatifs. Cela permet de limiter l'instabilité des paramètres du modèle, car une fenêtre longue peut contenir des influences de plusieurs événements.

Ainsi, notre fenêtre d'événement choisie au sens de Brown et Warner (1985) est comprise dans l'intervalle de $[-6 ; +6]$. Cette fenêtre est assez courte afin de limiter l'instabilité des paramètres du modèle et permettre le calcul des rendements anormaux.

3.1.4. Le choix de la période d'estimation des paramètres

La période d'estimation des paramètres est située avant la fenêtre d'observation. Cette période a pour objet de calculer les paramètres du modèle de marché. Ces paramètres sont le risque de marché et la sensibilité du titre par rapport aux variations du marché. Les deux paramètres sont matérialisés respectivement par : β_i et α_i . Nous précisons que la période d'estimation est plus longue que la fenêtre d'observation. Dans cette étude empirique, nous allons considérer les mêmes périodes d'estimation que celles évoquées dans le chapitre précédent, à savoir celle

de 75 jours et celle de 250⁷² jours. L'utilisation de ces deux périodes d'estimation permet de capter les différents effets d'annonce.

3.1.5. Le calcul des paramètres

Le calcul des rendements a été rendu possible à partir du modèle de marché. La bonne utilisation de ce modèle est indispensable, car cela permet de renforcer la validité des résultats. Par ailleurs, le choix de l'indice l'est aussi, car il doit être représentatif des sociétés de l'échantillon. Les indices français étant fortement corrélés entre eux, le choix de l'un ou de l'autre, n'a pas d'influence sur la significativité des résultats.

3.1.5.1. La rentabilité de référence

Cette rentabilité définit la rentabilité anormale du titre par la différence entre sa rentabilité observée et sa rentabilité théorique ou estimée. La rentabilité observée est celle qu'affiche le titre compte tenu de l'événement. La rentabilité théorique est celle que le titre aurait affichée si aucun événement ne s'était produit. En effet, la rentabilité théorique est définie par la rentabilité normale du titre, également appelée la norme. Il s'agit d'une rentabilité espérée non conditionnelle à l'événement, c'est-à-dire le taux de rentabilité attendu en l'absence de l'événement. L'impact d'une information publique sur les prix est donc estimé par le taux de rentabilité en excès de la norme.

La rentabilité de référence est assimilée à la rentabilité anormale. Elle permet de mesurer les effets d'événement sur le cours. Son calcul nécessite le choix d'un modèle qui sert de base à la détermination des paramètres. Les résultats obtenus sont testés statistiquement. Le modèle de marché est celui qui a été mobilisé. Ce modèle prend en compte, les risques systématique et spécifique du titre. Il est simple d'utilisation et ne demande aucune hypothèse additionnelle sur les coefficients. Ses paramètres sont calculés à l'aide de la régression linéaire en tenant compte des rendements du titre (i) et de l'indice du marché.

En définitive, le modèle de marché est rappelé ci-dessous :

$$R_{i,t}^* = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

⁷² Le nombre de 250 jours de bourse, représente une année boursière.

Le modèle est fixé, le calcul de la rentabilité de référence pour un échantillon devient possible. **Ainsi, la généralisation de la rentabilité anormale de l'échantillon pour un jour de la fenêtre d'observation s'obtient par l'équation suivante :**

$$AR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_1^n (R_{i,t} - R_{i,t}^*) \quad (2)$$

La rentabilité anormale est calculée, les autres variables peuvent maintenant être déterminées telles que la rentabilité anormale moyenne et la rentabilité anormale moyenne cumulée de l'échantillon. **Ainsi, la rentabilité moyenne de l'échantillon est donnée par l'expression suivante :**

$$RAM_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_1^n AR_{i,t} \quad (3)$$

Avec :

$R_{i,t}$: le rendement observé du titre i à la période t ;

R^* : le rendement estimé du titre i à la période t ;

$RAM_{i,t}$: le rendement anormal moyen de l'échantillon des titres (i) à la période t ;

$AR_{i,t}$: le rendement anormal du titre (i) à la période t ;

n : le nombre des titres qui compose l'échantillon.

Par ailleurs, le calcul de la RAM post opération à deux jours de la fenêtre d'observation de l'échantillon considéré, est donné par la formule suivante :

$$RAM_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{T+2}^{T+2} AR_{i,t}$$

➤ **Remarque**

Le rendement anormal ($AR_{i,t}$), mesure l'impact de l'annonce sur un jour donné de la fenêtre d'observation. En revanche, les rendements anormaux cumulés (RAC_t), mesurent l'impact global de l'événement sur toute une période considérée de la fenêtre d'observation. Le

rendement anormal moyen ($RAM_{i,t}$), donne la mesure de l'impact de l'annonce en moyenne sur un jour de la fenêtre d'observation (pour un échantillon). Le rendement anormal moyen cumulé ($RAMC_t$), désigne la création ou la destruction de la valeur en moyenne sur une période estimée de la fenêtre d'observation (pour un échantillon).

3.1.7. La normalisation des rentabilités anormales pour un échantillon

Selon la théorie d'efficience qui définit la perfection des marchés financiers, les effets d'une opération d'augmentation de capital sur le cours de bourse doivent être nuls. Cela s'explique par le fait que le marché intègre instantanément dans les cours, les changements et les anticipations des investisseurs. En effet, le cours boursier est une vraie estimation de la valeur de l'action. En revanche, si les effets de l'opération sur le cours ne sont pas nuls, la normalisation des rentabilités anormales permet de normaliser ou de neutraliser les effets de l'augmentation de capital sur le cours. Cette normalisation suppose que l'effet soit nul, donc conforme à la norme zéro.

Par ailleurs, pour calculer les rentabilités anormales normalisées, nous nous servons de la même période d'estimation et de la même fenêtre d'observation que celles utilisées précédemment. Le modèle utilisé pour le calcul des paramètres reste celui du marché. Dans ce cas, la variable à expliquer ne sera plus le rendement anormal mais le rendement anormal normalisé. Ce rendement peut s'analyser à partir du rendement anormal moyen normalisé et à partir du rendement anormal moyen normalisé cumulé. Toutes ces variables ont en commun la mesure de l'impact de l'annonce de l'opération sur la valeur actionnariale.

Nous notons que la normalisation des rentabilités anormales est une technique qui neutralise l'effet d'annonce sur la variance des rentabilités dont l'instabilité peut nuire à la puissance des tests statistiques (Boehmer et al., 1991). Les paramètres α_i et β_i sont calculés sur deux périodes d'estimation, de 75 jours (-81 ; -7) et de 250 jours (-256 ; -7). Ces périodes sont volontairement courtes pour limiter l'instabilité des paramètres qui sont des approximations des valeurs vraies de $\hat{\alpha}$ et de $\hat{\beta}$. L'auteur, affirme également que le choix d'une fenêtre d'observation courte de 13 jours (-6 ; +6) est cohérent avec l'hypothèse d'efficience des marchés au sens semi-fort, où le marché est d'autant plus efficient que l'information est rapidement intégrée dans les cours.

Ainsi, pour les périodes d'estimation de 75 jours et de 250 jours, la rentabilité anormale normalisée (SAR) de l'échantillon à la date t de l'événement est donnée par l'expression suivante :

$$SAR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{AR_{i,t}}{S(A_i)} \right) \quad (4)$$

Avec :

$$S(A_i) = \sqrt{\frac{1}{74} \sum_{t=-81}^{-7} AR_{i,t}^2} \quad \text{et} \quad S(A_i) = \sqrt{\frac{1}{249} \sum_{t=-256}^{-7} AR_{i,t}^2}$$

Et n = 30 titres.

Pour n annonces d'augmentations de capital à la date t de la fenêtre d'observation, la recherche constitue une série des rentabilités anormales. Cette rentabilité anormale normalisée moyenne (ASAR) de l'échantillon sur toute la fenêtre d'observation, est donnée par l'expression suivante :

$$ASAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n SAR_{i,t} \quad \text{avec} \quad t \in [-6; +6] \quad (5)$$

Par ailleurs, si l'émission des titres du capital est un événement non anticipé par le marché qui contient une information sur la situation ou sur les perspectives des émetteurs, l'ASAR est significativement différente de zéro. A l'inverse, si l'émission ne contient aucune information, les rentabilités anormales sont des erreurs de mesure normalement distribuées. En revanche, la mesure du cumul des rentabilités anormales normalisées importe peu, car le marché est parfait a priori. L'effet de neutralisation conduit à obtenir des rendements anormaux cumulés nuls, si la normalisation a été correctement établie et encore une fois que le marché soit parfait.

Sachant que l'étude d'événement est une méthodologie rigoureuse à effectuer et qui doit découler sur des résultats, à présent décrivons les tests statistiques avant de présenter et d'interpréter les résultats de cette recherche.

3.2. Section n° 2 : La procédure des tests statistiques

Deux tests statistiques ont été utilisés pour mesurer la significativité des rendements des titres. Ces tests statistiques sont principalement ceux de Student (test t), qui un test paramétrique de conformité des espérances et celui de Wilcoxon (test sur les rangs), qui un test non paramétrique. Ces tests sont déclarés fiables, si l'échantillon est supérieur ou égal à 30 titres. Par ailleurs, ces tests ont pour but de tester l'hypothèse de normalité et de la nullité des rentabilités. En effet, l'échantillon de cette étude est composé de 30 titres. Il n'a pas été possible d'obtenir un échantillon plus large, en raison de la sélection particulière des sociétés qui rentrent dans le cadre de notre recherche.

3.2.1. Le test t de Student

Le test t de Student est un test paramétrique de conformité des espérances. Il est utilisé pour comparer deux échantillons indépendants ou appariés. Ce test suppose que les rentabilités anormales sont normalement distribuées et teste l'hypothèse de la nullité de la rentabilité anormale en la supposant égale à zéro. Il s'agit d'un test qui s'effectue sur des données quantitatives observées, suivant une échelle d'intervalle ou de rapport. Les autres conditions de la réalisation de ce test, présagent que les données de l'échantillon sont normalement distribuées donc compatibles avec l'hypothèse de la distribution gaussienne. L'utilisation des logarithmes permet de rapprocher cette distribution de la normalité, ce qui est conforme au sens semi-fort de la théorie d'efficience des marchés (Warner, 1985). Pour vérifier que la distribution d'un échantillon suit la loi normale, il est possible d'utiliser le test descriptif d'aplatissement et de symétrie (de kurtosis, skewness en anglais)⁷³. La statistique t suit la loi normale lorsque l'hypothèse nulle est vraie.

Le principe du calcul du test t de Student conjecture de vérifier si la valeur d'espérance μ d'une population de distribution normale et d'écart-type σ non connu est égale à une valeur déterminée μ_0 . Ensuite, il convient de calculer pour l'échantillon **n (30 titres)**, une moyenne **RAM** et un écart type σ .

⁷³ Source : <http://www.cons-dev.org/elearning/stat/parametrique/5-2/5-2.html>, consulté le 03 octobre 2014.

Ainsi, l'hypothèse qui est testée est : H_0 . Cette hypothèse considère que l'événement n'a pas d'impact sur les cours. La formule du t statistique **pour un échantillon** est donnée par l'expression (6) suivante :

$$t_{RAM} = \frac{RAM_{i,t} - \mu_0}{\sigma / \sqrt{n}} ;$$

Suit alors une loi de Student avec n-1 degrés de liberté ;

Où :

$RAM_{i,t}$: représente la moyenne des rentabilités anormales de l'échantillon à l'instant t;

$$RAM_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

$AR_{i,t}$: désigne la rentabilité anormales de l'échantillon pour chaque jour de la fenêtre d'observation ;

σ : l'écart type des rentabilités anormales moyennes ($RAM_{i,t}$) de l'échantillon. Il est donné par la formule suivante :

$$\sigma_{RAM} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (AR_{i,t} - RAM_{i,t})^2}$$

➤ Commentaires

L'analyse du t statistique requiert de se référer à la table des valeurs de la distribution de la loi de Student, ceci afin de confirmer la supériorité ou l'infériorité (en valeur absolue pour un test bilatéral), au quantile à 95% et donc de rejeter ou non l'hypothèse nulle. Par ailleurs, pour tester la significativité des rendements anormaux sur un jour de la fenêtre d'observation, l'expression statistique suivante est à considérer :

$$t_{AR_t} = \frac{AR_t}{\sigma_{AR_t} / \sqrt{n}} \quad (7)$$

Les autres expressions sont données par les formules suivantes :

→ $RAM_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{-6}^{+6} AR_{i,t}$: pour désigner la RAM de l'échantillon considéré sur toute la fenêtre d'observation ;

→ $RAM_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{+2}^{+2} AR_{i,t}$: pour désigner la RAM de l'échantillon considéré, post opération à 2 jours de la fenêtre d'observation ;

→ La formule qui permet de tester la rentabilité anormale moyenne cumulée est donnée par l'expression ci-dessous :

$RAMC_t = \sum_{-6}^{+6} RAM_{i,t}$: pour désigner la RAMC de l'échantillon considéré, sur toute la fenêtre d'observation ;

$RAMC_t = \sum_{-2}^{+2} RAM_{i,t}$: pour désigner la RAMC de l'échantillon considéré, post opération à 2 jours de la fenêtre d'observation ;

Ainsi, le t statistique de la rentabilité anormale moyenne cumulée est donné par l'expression ci-dessous :

$$t_{RAMC,t} = \frac{RAMC_t}{\sigma_{RAMC_t}/\sqrt{n}} \quad (8)$$

Avec :

$$\sigma_{RAMC} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (RAM_{i,t} - RAMC_{i,t})^2}$$

$RAMC_t$: le cumul des rendements anormaux moyens ;

σ_{RAMC_t} : l'écart type des rendements anormaux moyens cumulés.

3.2.2. Le test de Wilcoxon

Le test de Wilcoxon est un test non paramétrique de symétrie de répartitions de deux échantillons indépendants, fondé sur les rangs. Il sert à comparer les caractéristiques de deux échantillons. Il est utilisé dans l'optique d'ôter totalement l'hypothèse de normalité des données. Ce test ne définit pas les conditions que doivent remplir les paramètres de l'échantillon, à la différence des tests paramétriques. Il s'agit d'un test qui tient compte à la fois du signe et de l'amplitude de variation du rendement anormal.

Le test t de Student est puissant lorsque l'hypothèse de normalité des variables est respectée. Sachant que cette dernière hypothèse n'est toujours pas vérifiée, le test de Wilcoxon tire ainsi toute son importance. Ce test repose sur l'hypothèse de normalité et ne tient pas compte de l'instabilité des rendements voire des autres paramètres du modèle de marché. Il suppose que les rendements des titres sont indépendants les uns des autres (Ducassy I., 2003). Le test de Wilcoxon est complémentaire au t de Student qui repose sur l'ordre des observations de deux échantillons. En effet, s'ils sont complémentaires, leurs résultats sont sensés être similaires. En revanche, le jour de l'événement doit être le plus affecté et devrait présenter une plus grande variation anormalement significative. Dans le cas où les marchés ne réagiraient pas à l'annonce, les rentabilités anormales sont des résidus, des erreurs de mesure et leur répartition suit une loi normale. Brown et Warner (1980 ; 1985) considèrent que ce test est avantageux, car il est sujet à moins de restrictions sur les hypothèses de données à tester, notamment sur la distribution normale des rentabilités anormales moyennes normalisées. Son principal inconvénient est qu'il est sujet aux erreurs de spécification.

En définitive, ce test de Wilcoxon communément appelé test des rangs, compare la proportion de la rentabilité anormale positive autour d'un événement. Son principe de fonctionnement s'analyse en deux étapes. La première illustre le rangement par ordre croissant des variations positives et négatives⁷⁴ des rendements sans prendre en compte leurs signes. La deuxième cumule les rangs des variations positives. Son expression est :

$$T^+ = \sum_1^n R_i * d_i$$

⁷⁴ Pour les variations négatives, il s'agira de prendre la valeur absolue de ces variations.

Où :

T^+ : désigne le cumul des rangs des variations positives ;

n : la taille de l'échantillon ;

R_i : le rang de la variation ;

d_i : 1 si la variation est positive ;

d_i : 0 si la variation est négative.

Enfin, la statistique du test est donnée par l'expression suivante (Bouraoui, 2008) :

$$Z_{rang} = \frac{T^+ - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}}$$

➤ Commentaires

L'hypothèse nulle a pour objet de tester l'absence des rendements anormaux. Si elle est confirmée, il est alors possible d'affirmer que la statistique de Wilcoxon suit une loi normale centrée réduite. L'hypothèse nulle sur les rentabilités est l'hypothèse de significativité qui fait l'objet des tests statistiques. Par ailleurs, compte tenu des anticipations, des conditions du marché, les rentabilités attendues devraient être significativement différentes de zéro. Il convient de préciser que les tests de significativité sur les rendements ont été effectués à l'aide du logiciel SPSS.19. Ce logiciel est accepté par la communauté scientifique afin de permettre le traitement des données quantitatives. L'utilisation d'un logiciel statistique de traitement des données suffit pour approuver les résultats. Les raisons de la généralisation des résultats statistiques illustrent la fiabilité et la représentativité de la réalité. En résumé, la portée des résultats reste néanmoins limitée à la faible taille de l'échantillon. En conclusion, il a y a lieu de noter que la formulation de la statistique t de Student ou de Z de Wilcoxon est la même selon qu'il s'agisse des rendements anormaux ou anormaux normalisés. Dans ce cas, il s'agira d'utiliser l'AR ou la SAR, la RAM ou l'ASAR ou encore la RAMC ou l'ASARC.

3.3. Section n° 3 : La présentation des résultats et des analyses de l'étude d'événement

L'objet fondamental de cette section est d'exposer les principaux résultats des études d'événement et de les interpréter. Les tests statistiques de Student et de Wilcoxon ont été réalisés, afin d'attester la significativité statistique des résultats. Les périodes d'estimation sont celles de 75 jours et de 250 jours. Ces périodes d'estimation ont été retenues, afin de calculer les paramètres d'estimation du modèle de marché nécessaires à la réalisation de la méthodologie d'étude d'événement. Ainsi, le plan de la section se décline clairement en deux sous-titres. Le premier se charge de présenter les résultats et le deuxièmement se focalise sur l'analyse des résultats.

➤ Présentation des résultats et interprétation

Ces résultats sont présentés dans les tableaux suivants (tableau 17 et tableau 18). Les désignations suivantes sont à considérer :

- La RNM ou rentabilité normale moyenne : est la moyenne des rendements de l'échantillon qui ne tient pas compte des effets de l'augmentation de capital ;
- La RAM ou rentabilité anormale moyenne : est la moyenne des rendements anormaux qui prend en considération les effets de l'augmentation de capital ;
- L'ASAR ou rentabilité anormale normalisée : est la variable qui tente de neutraliser les effets d'annonce de l'événement sur la période d'observation.
- Concernant la RNMC, la RAMC et l'ASARC, elles désignent respectivement la rentabilité normale moyenne cumulée, la rentabilité anormale moyenne cumulée et la rentabilité anormale normalisée moyenne cumulée.

3.3.1. Le tableau des rendements moyens

Temps	Période d'estimation : 250 jours			Période d'estimation : 75 jours		
	RNM	RAM	ASAR	RNM	RAM	ASAR
-6	-0,001677728	-0,001790316	-0,220431504	-0,00199197	-0,001476074	-0,077091192
-5	-0,000464362	-0,003598777	-0,284753387	2,16457E-05	-0,004084785	-0,277012926
-4	-0,001127586	0,015416806	0,854672178	-0,001060298	0,015349518	0,604480185
-3	-4,65511E-05	-0,012311092	-0,442504062	9,02492E-05	-0,012447892	-0,26688092
-2	-0,001766319	0,003731521	0,18571517	-0,002016174	0,003981376	0,270870392
-1	0,000372734	0,01750344	0,132090111	0,001642007	0,016234166	0,059296085
0	-0,003194385	0,002235113	-0,093994605	-0,003111313	0,002152041	0,040416569
+1	0,000885623	-1,30883E-05	-0,115538167	0,001339083	-0,000466548	-0,387902735
+2	-0,000772033	0,009457115	0,489183479	-0,00139438	0,010079463	0,479484499
+3	-0,001315941	0,001812153	-0,148177504	-0,001348484	0,001844696	-0,255681629
+4	-0,001594354	0,012157566	0,30905476	-0,001896659	0,012459871	0,439995747
+5	-0,001763926	0,00576443	0,050215774	-0,001756591	0,005757096	0,142243169
+6	5,11977E-05	-0,003613414	-0,068999151	0,000596378	-0,004158595	0,013863974

Tableau 17 : Récapitulatif des rendements des rendements normaux moyens, anormaux moyens et anormaux moyens normalisés

➤ Commentaires

L'observation d'un rendement positif et supérieur à zéro, signifie que l'annonce de l'événement a eu un effet positif sur le cours. Cette observation positive traduit la création de valeur actionnariale ou la surperformance du cours par rapport à la norme. Elle traduit également l'appréciation de l'événement par les actionnaires. Suivant les résultats présentés dans le tableau ci-dessus (tableau 17), il apparaît que l'augmentation de capital réalisée en contexte difficile est créatrice de valeur actionnariale le jour de son lancement avec une rentabilité anormale moyenne qui avoisine les +0,5%. En outre, le jour précédent le lancement de l'opération, cette rentabilité est de +1,7%. Cette rentabilité est synonyme de la création de valeur. Post-augmentation de capital, la rentabilité anormale est globalement positive, atteignant les 1%. Post-opération, l'opération est créatrice de valeur.

3.3.2. Le tableau du cumul des rendements moyens

Temps	Période d'estimation : 250 jours			Période d'estimation : 75 jours		
	RNMC	RAMC	ASARC	RNMC	RAMC	ASARC
[-6 ; -1]	-0,000784969	0,003158597	0,037464751	-0,000552423	0,002926052	0,002926052
[-4 ; +2]	-0,000806931	0,005145688	0,144232015	-0,000644404	0,004983161	0,114252011
[-2 ; +2]	-0,000894876	0,00658282	0,119491198	-0,000708156	0,0063961	0,092432962
[-1 ; 0]	-0,001410826	0,009869276	0,019047753	-0,000734653	0,009193103	0,049856327
[0 ; +1]	-0,001154381	0,001111012	-0,104766386	-0,000886115	0,000842746	-0,173743083
[+1 ; +6]	-0,000751572	0,004260794	0,085956532	-0,000743442	0,004252664	0,072000504
[-6 ; +6]	-0,000954895	0,003596266	0,049733315	-0,000837424	0,003478795	0,060467786

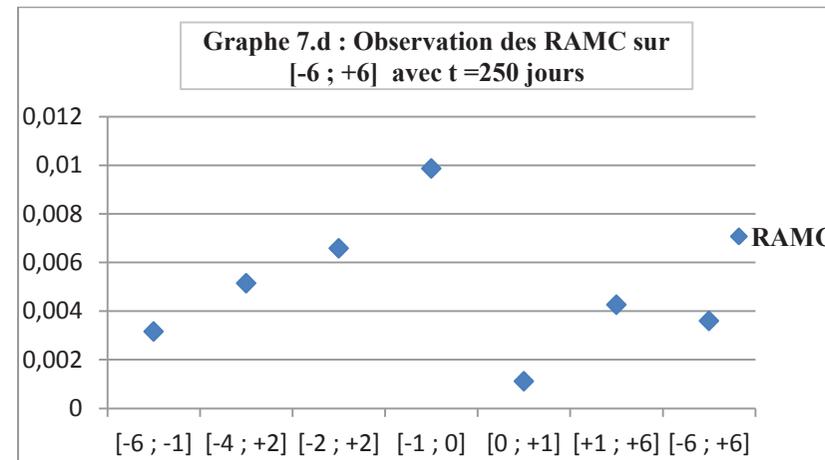
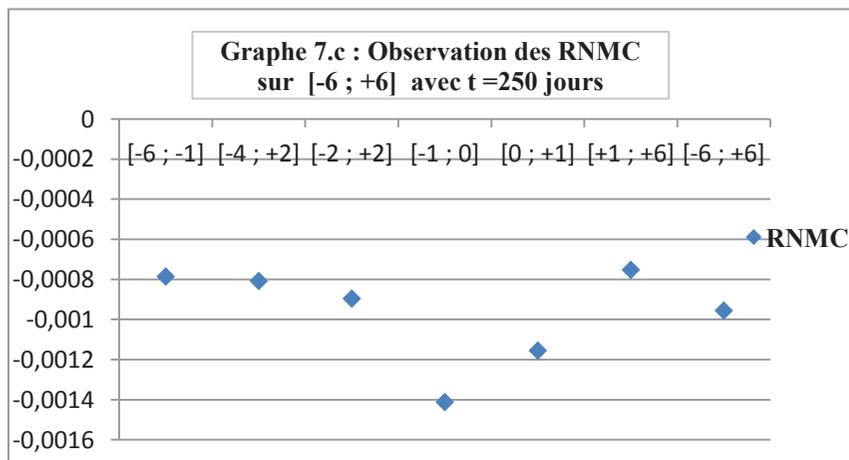
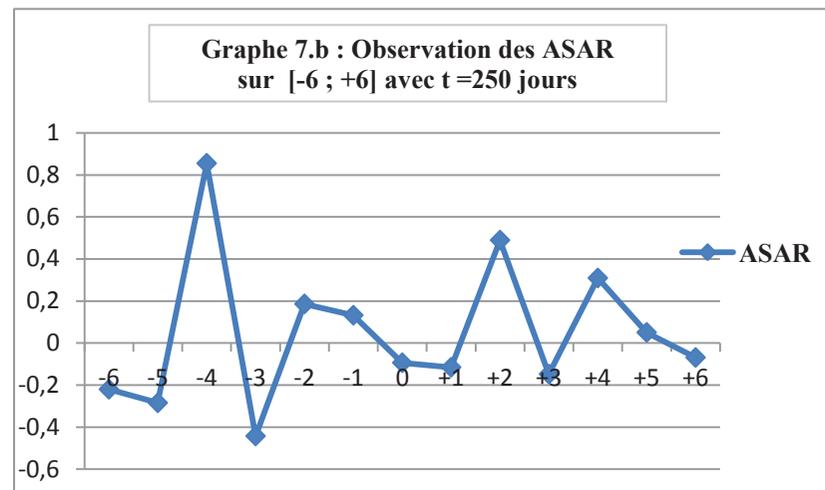
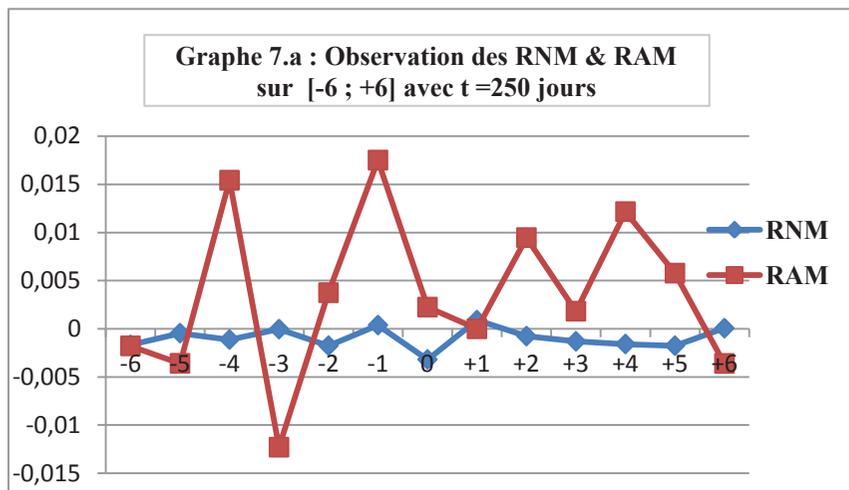
Tableau 18 : Le récapitulatif du cumul des rendements normaux moyens, anormaux moyens et anormaux normalisés

➤ Commentaires

L'observation de la RNMC de ce tableau, montre une très faible sous-performance du cours en l'absence de l'opération. En revanche, en présence des effets de l'opération d'augmentation de capital, la RAMC et l'ASARC sur tous les intervalles de temps indiquent une surperformance du cours. Suivant la RAMC et l'ASARC, l'opération est créatrice de valeur actionnariale respectivement de l'ordre de 1% et de 2% autour de l'événement sur l'intervalle [-1 ; 0] jours. Globalement, suivant ces variables, l'opération est créatrice de valeur. Les anticipations sont positives et elles traduisent évidemment l'appréciation de l'événement par les investisseurs.

Dans la page suivante, nous allons présenter graphiquement les différentes variables : RNM et RAM (graphe 7.a), ASAR (graphe 7.b), RNMC (graphe 7.c) et RAMC (graphe 7.d).

3.3.3. Graphe 0.7 : L'appréciation de la vitesse d'intégration de l'annonce de l'augmentation de capital dans le cours boursier



➤ *Commentaires (graphe 7.a, graphe 7.b, graphe 7.c et graphe 7.d)*

Les différents graphes présentés ont pour but de montrer la rapidité d'intégration de l'annonce de l'augmentation de capital dans les cours. L'observation de ces courbes explique les réactions et les anticipations que les investisseurs ont pu manifester. Les courbes de tendance permettent d'affirmer quand le marché est susceptible d'avoir pris connaissance de l'information et de certifier si l'opération est créatrice ou destructrice de valeur. Par ailleurs, suivant les courbes de tendance des rendements moyens, nous constatons que la RAM à t-4 affiche une forte anticipation positive de 1,5%. Cette anticipation positive est synonyme de la création de valeur actionnariale qui aurait pu être observée le jour de l'événement, car à t_0 elle est de 0,5%. Cette surperformance, nous l'expliquons par une erreur de spécification du chercheur due à la fixation de la date d'événement pour toutes les sociétés composant l'échantillon. En outre, post-opération les RAM sont globalement positives et ses tendances sont similaires à celles des ASAR. Nous notons que les RNM font observer une très faible sous-performance du cours sur toute la fenêtre d'observation. En conclusion, sur les résultats cumulés, ceux de la RAMC indiquent des anticipations positives sur l'ensemble des intervalles de temps de la fenêtre d'observation. La plus forte anticipation des investisseurs de +1% est observée sur l'intervalle de $[-1 ; 0]$. Cette observation montre que l'augmentation de capital réalisée en contexte difficile est créatrice de valeur actionnariale et qu'elle a une influence sur le cours de la société en difficulté.

Nous allons dans la page suivante présenter la corrélation des indices boursiers français (tableau 19). Le choix de l'indice est indispensable afin de calculer les rendements du marché.

3.3.4. L'analyse de la corrélation des indices boursiers du marché français

Indices	Nombre d'observations : 250 jours						Nombre d'observations : 75 jours					
	CAC ₄₀ / CAC All Shares			SBF ₂₅₀ / CAC All Shares			CAC ₄₀ / CAC All Shares			SBF ₂₅₀ / CAC All Shares		
	Moyenne	Variance	R	Moyenne	Variance	r	Moyenne	Variance	R	Moyenne	Variance	R
CAC40	3,12049E-05	4,10766E-05					0,000157487	2,49738E-05				
SBF250			0,996406	7,71483E-05	3,71551E-05	0,998712			0,994616	0,000204909	2,23555E-05	0,998079
CAC All Shares	9,25298E-05	3,39271E-05		9,25298E-05	3,39271E-05		0,000227002	2,03101E-05		0,000227002	2,03101E-05	

Tableau 19: La mesure de la corrélation des indices boursiers

➤ Commentaires

Ce tableau mesure la corrélation entre les différents indices du marché boursier de Paris. En effet, si les indices sont corrélés comme c'est le cas dans ce tableau, l'utilisation d'un indice plutôt qu'un autre lors de la réalisation de l'étude d'événement n'a pas d'impact sur les résultats.

Les tableaux qui suivent, présentent les résultats des tests statistiques obtenus à partir du logiciel SPSS19. Ces résultats des tests sont interprétés.

Les observations sont les mêmes, qu'il s'agisse de la période d'estimation de 250 jours ou de 75 jours. Ces tableaux sont :

- Tableau 20 : Les résultats du test t de Student sur les RAM et ASAR de l'échantillon (page 172) ;
- Tableau 21 : Les résultats du test t de Student sur les RAMC et ASARC de l'échantillon (page 174) ;
- Tableau 22 : Les résultats du test statistique de Wilcoxon sur les RAM et ASAR de l'échantillon (page 176) ;
- Tableau 23 : Les résultats du test statistique de Wilcoxon sur les RAM et ASAR de l'échantillon (page 178).

3.3.5. Les résultats du test statistique t de Student sur les RAM & ASAR

t	Période d'estimation : 250 jours								Période d'estimation : 75 jours							
	RAM				ASAR				RAM				ASAR			
	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig
n-6	-0,00179	0,0132003	-0,743	0,464	-0,220432	0,9091012	-1,328	0,195	-0,001476	0,0154007	-0,525	0,604	-0,077091	0,8855817	-0,477	0,637
n-5	-0,003599	0,0155552	-1,267	0,215	-0,284753	1,0297518	-1,515	0,141	-0,004085	0,0163935	-1,365	0,183	*,277013	0,799693	-1,897	0,068
n-4	*,015417	0,0462488	1,826	0,078	*,854672	2,4812729	1,887	0,069	*,01535	0,0468297	1,795	0,083	**,60448	1,617199	2,047	0,05
n-3	-0,012311	0,0470737	-1,432	0,163	-0,442504	1,776351	-1,364	0,183	-0,012448	0,048284	-1,412	0,169	-0,266881	1,1617933	-1,258	0,218
n-2	0,003732	0,0156002	1,31	0,2	0,185715	0,9416972	1,08	0,289	0,003981	0,016186	1,347	0,188	*,27087	0,8207961	1,808	0,081
n-1	0,017503	0,0836752	1,146	0,261	0,13209	1,3845661	0,523	0,605	0,016234	0,0837562	1,062	0,297	0,059296	1,1410999	0,285	0,778
n0	0,002235	0,0280057	0,437	0,665	-0,093995	1,6554291	-0,311	0,758	0,002152	0,0282661	0,417	0,68	0,040417	1,524586	0,145	0,886
n+1	-0,000013	0,033758	-0,002	0,998	-0,115538	2,5350119	-0,25	0,805	-0,000467	0,0336192	-0,076	0,94	-0,387903	3,2993992	-0,644	0,525
n+2	0,009457	0,0440369	1,176	0,249	*,4899183	1,7233345	1,555	0,131	0,010079	0,0464852	1,188	0,245	*,479484	1,4478024	1,814	0,08
n+3	0,001812	0,043795	0,227	0,822	-0,148178	1,823702	-0,445	0,66	0,001845	0,0433515	0,233	0,817	-0,255682	1,5454267	-0,906	0,372
n+4	0,012158	0,0538369	1,237	0,226	0,309055	2,4354538	0,695	0,493	0,01246	0,0558938	1,221	0,232	0,439996	2,2910063	1,052	0,302
n+5	0,005764	0,0427756	0,738	0,466	0,050216	1,683587	0,163	0,871	0,005757	0,0410938	0,767	0,449	0,142243	1,9043995	0,409	0,685
n+6	-0,003613	0,0312268	-0,634	0,531	-0,068999	1,4913479	-0,253	0,802	-0,004159	0,0307754	-0,74	0,465	0,013864	1,7214202	0,044	0,965

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

*** Significatif à 1%

➤ **Interprétation des résultats du test t de Student sur les RAM & ASAR : période d'estimation : 250 jours.**

L'opération d'augmentation de capital est une opération dont les effets sont basés sur les rumeurs. Ces rumeurs peuvent avoir un impact significatif sur les rendements des cours. Ces différents impacts sont analysés à partir des différentes variables. Ces variables sont : la RAM, l'ASAR, la RAMC et l'ASARC. La RAM et l'ASAR sont deux variables qui traduisent le rendement moyen qui est possible d'être extrait de l'opération sur un jour de l'événement. La RAMC et l'ASARC sont des variables mobilisées pour exprimer le rendement moyen cumulé du cours sur un intervalle de temps de la fenêtre d'événement. Elles indiquent le gain global ou la perte globale qui est susceptible d'être subi(e) par un investisseur. Enfin, le gain est représenté par le rendement positif qui est synonyme de la création de valeur actionnariale. Cette valeur créée est une opportunité pour les actionnaires anciens et nouveaux.

Suivant les résultats du tableau précédent (tableau 20), les analyses qui découlent du test t de Student révèlent que l'augmentation de capital réalisée en situation difficile apparaît statistiquement positive et significative à $n-4$, c'est-à-dire 4 jours avant le lancement de l'opération au seuil de 10%, au titre de l'observation de la RAM et de l'ASAR. Ce résultat traduit la création de valeur engendrée par l'opération en moyenne sur ce jour de la fenêtre d'événement. Ce résultat signifie aussi que les investisseurs ont manifesté des anticipations positives et qu'il y a un engouement positif à la valorisation instantanée du cours pré-augmentation du capital. D'autres résultats positifs et significatifs sont constatés. Par exemple à $n+2$, l'ASAR indique une création de valeur actionnariale instantanée statistiquement significative au seuil de 10%. Ce résultat traduit la rentabilité que le cours aurait enregistré en neutralisant les effets d'annonce.

En conclusion, cette augmentation de capital étudiée est créatrice de valeur actionnariale. En revanche, la forte variation constatée à $n-4$ de +1,5% est supérieure à celle de la date d'événement de +0,5% qui n'est pas significative. L'absence de résultat significatif à n_0 indique qu'il y a eu des erreurs sur la fixation de la bonne date d'annonce des différentes études d'événement effectuées. Cela peut aussi s'expliquer par l'hétérogénéité de la taille des sociétés, sectorisées et communiquant différemment, ce qui est à l'origine des anticipations diverses de la part des investisseurs. Les résultats de $n-4$, nous les expliquons par la présence des anticipations des investisseurs liées aux effets d'annonce à savoir : les rumeurs, les délits d'initiés, les effets de la dilution et les effets de l'augmentation de capital.

3.3.6. Les résultats du test statistique t de Student sur les RAMC & ASARC

T	Période d'estimation : 250 jours								Période d'estimation : 75 jours							
	RAMC				ASARC				RAMC				ASARC			
	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig	Mean	Std dev.	t stat	Sig
[-6 ; -1]	0,003159	0,0453687	0,934	0,352	0,037465	1,5661671	0,321	0,749	0,002926	0,0458341	0,857	0,393	0,052277	1,1359275	0,617	0,538
[-4 ; 2]	*,005146	0,0472692	1,578	0,116	0,144232	1,8767614	1,114	0,267	*,004983	0,0478701	1,509	0,133	0,114252	1,7503247	0,946	0,345
[-2 ; 2]	*,006583	0,0469239	1,718	0,088	0,119491	1,7194767	0,851	0,396	*,006396	0,0474226	1,652	0,101	0,092433	1,8567367	0,61	0,543
[-1 ; 0]	0,009869	0,0623395	1,226	0,225	0,019048	1,5173198	0,097	0,923	0,009193	0,0623797	1,142	0,258	0,049856	1,335138	0,289	0,773
[0 ; +1]	0,001111	0,0307724	0,28	0,781	-0,104766	2,1226868	-0,382	0,704	0,000843	0,0308222	0,212	0,833	-0,173743	2,5573204	-0,526	0,601
[+1 ; 6]	0,004261	0,0419923	1,361	0,175	0,085957	1,9741943	0,584	0,56	0,004253	0,0424826	1,343	0,181	0,072001	2,1245151	0,455	0,65
[-6 ; 6]	*,003596	0,0426318	1,666	0,097	0,049733	1,7688127	0,555	0,579	*,003479	0,043096	1,594	0,112	0,060468	1,6864437	0,708	0,479

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

*** Significatif à 1%

Tableau 21 : Les résultats du test t de Student sur les RAMC et ASARC de l'échantillon

➤ **Interprétation des résultats du test t de Student sur les RAMC & ASARC :
période d'estimation : 250 jours**

Les RAMC et ASARC sont respectivement définies par la rentabilité anormale moyenne cumulée et par la rentabilité anormale normalisée moyenne cumulée. La RAMC élucide en moyenne et de façon cumulée la rentabilité qui est possible d'être obtenue par un investisseur sur un intervalle de temps de la fenêtre d'événement. En revanche, l'ASARC permet de neutraliser les effets d'annonce sur le cours et de façon cumulée. Il est donc raisonnable que ce cumul ne fasse apparaître aucun résultat significatif sur les intervalles de temps de la fenêtre d'observation, peu importe la période d'estimation.

Concernant les résultats fournis par le test t de Student (tableau 21) à partir de la RAMC, il apparaît qu'ils sont significatifs et positifs au seuil de 10% sur les intervalles de [-4 ; +2] et de [-2 ; +2]. Ces résultats confirment la création de valeur actionnariale instantanée, observée autour de l'événement de manière globale. Ces résultats s'expliquent par les anticipations positives des actionnaires autour de l'opération. A notre connaissance, ces anticipations positives sont liées au mobile de l'opération qui est le remboursement des dettes et la recapitalisation des capitaux propres. Ce mobile (ou finalité) de l'opération véhicule un signal positif sur la réduction du risque de faillite. L'enlèvement ou l'éloignement du risque de faillite est apprécié par les investisseurs et ça les rassure. La dilution du cours dans ce cas est compensée par le rendement du cours. Les tendances observées à [-4 ; +2] et [-2 ; +2] sont confirmées par celle de [-6 ; +6]. La RAMC sur [-6 ; +6] est positive et significative au seuil de 10%. A partir de tous ces résultats, il convient d'affirmer que l'augmentation de capital est créatrice de valeur actionnariale pour l'actionnaire ancien sur toute la fenêtre d'observation. Ces anticipations sont liées au désendettement, à la recapitalisation des capitaux propres et à la réduction du risque de faillite.

En résumé, les résultats observés traduisent de manière globale la perception positive de l'opération par les investisseurs.

Nous notons que le test t de Student est complémentaire au test de Wilcoxon. Ainsi, les résultats de test de Wilcoxon doivent être similaires à ceux du t de Student. Par ailleurs, l'utilisation de plusieurs tests statistiques est une mesure de la robustesse et de la confirmation des résultats pour permettre leur généralisation. Nous allons maintenant présenter les résultats du test de Wilcoxon (tableau 22).

3.3.7. Les résultats du test statistique de Wilcoxon sur les RAM & ASAR

t	Période d'estimation : 250 jours				Période d'estimation : 75 jours			
	RAM		ASAR		RAM		ASAR	
	W	Sig	W	Sig	W	Sig	W	Sig
n-6	0,072	0,943	-0,401	0,688	-0,442	0,658	-0,36	0,719
n-5	-0,401	0,688	-0,442	0,658	-0,977	0,329	-1,45	0,147
n-4	*2,766	0,006	** -2,211	0,027	*2,725	0,006	**2,252	0,024
n-3	-1,039	0,299	-0,874	0,382	-0,298	0,766	-0,422	0,673
n-2	*1,738	0,082	*1,553	0,12	*1,676	0,094	**1,903	0,057
n-1	0,093	0,926	-0,216	0,829	-0,195	0,845	-0,442	0,658
n0	-0,093	0,926	-0,71	0,478	-0,031	0,975	-0,278	0,781
n+1	0,689	0,491	0,401	0,688	0,71	0,478	0,607	0,544
n+2	*1,656	0,098	*1,573	0,116	*1,573	0,116	**2,047	0,041
n+3	*-1,573	0,116	-1,409	0,159	*-1,615	0,106	*-1,656	0,098
n+4	0,895	0,371	0,278	0,781	0,463	0,644	0,627	0,53
n+5	-0,648	0,517	-0,895	0,371	-0,566	0,572	-0,915	0,36
n+6	-0,545	0,586	-0,319	0,75	-0,73	0,465	-0,483	0,629

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

*** Significatif à 1%

Tableau 22 : Les résultats du test statistique de Wilcoxon sur les RAM et ASAR de l'échantillon

➤ **Interprétation des résultats du test de Wilcoxon sur les RAM & ASAR - période d'estimation : 250 jours**

Le test de Wilcoxon est un test non paramétrique, fondé sur les rangs des observations composant l'échantillon. Le test de Wilcoxon est cependant moins rigoureux que le test t de Student et n'admet pas de conditions sur les paramètres de l'échantillon. Ce test est utilisé, pour ôter l'hypothèse de normalité des observations. Le test de Wilcoxon est complémentaire au test t de Student et ses résultats doivent être similaires à ceux du test t.

A partir du test de Wilcoxon, les résultats suivants ont été observés. A $n-4$, c'est-à-dire 4 jours avant l'événement, la statistique Z de Wilcoxon met en évidence un résultat positif et significatif au seuil de 10% pour la RAM. Ce résultat confirme celui de la statistique t de Student et idem pour l'interprétation. En revanche, pour l'ASAR à $n-4$, la statistique Z de Wilcoxon est négative et significative au seuil de 5%. Ce résultat est contraire à celui fourni par le test t pour cette période. Ce résultat peut être dû aux erreurs de spécification du modèle, permettant de déterminer la statistique Z de Wilcoxon. D'autres résultats du test de Wilcoxon ont été observés. A $n-2$, la statistique Z avance un nouveau résultat positif et significatif au seuil de 10% pour la RAMC et l'ASAR. Il s'agit d'un résultat qui vient corroborer les résultats trouvés précédemment. Ils certifient les anticipations positives des investisseurs pré-augmentation de capital. Puis, à $n+2$ la statistique Z est positive et significative au seuil de 10% pour la RAM et pour l'ASAR. Ce résultat est nouveau et confirme les prédictions positives des investisseurs post-augmentation de capital.

En conclusion, l'augmentation de capital est appréciée par les investisseurs autour de la date d'événement. Globalement, elle favorise les anticipations positives pré et post-augmentation de capital. Ces anticipations positives, nous les lions à la finalité de l'augmentation de capital qui est le remboursement des dettes, à la recapitalisation des capitaux propres, à la réduction du risque financier et du risque de faillite.

Le tableau suivant (tableau 23) présente les résultats cumulés des rendements obtenus à partir du test de Wilcoxon.

3.3.8. Les résultats du test statistique de Wilcoxon sur les RAMC & ASARC

T	Période d'estimation : 250 jours				Période d'estimation : 75 jours			
	RAMC		ASARC		RAMC		ASARC	
	W	Sig	W	Sig	W	Sig	W	Sig
[-6 ; -1]	1,119	0,263	0,506	0,613	0,841	0,4	0,533	0,594
[-4 ; +2]	**1,907	0,056	1,383	0,167	**1,981	0,048	**2,02	0,043
[-2 ; +2]	1,463	0,144	1,046	0,296	1,391	0,164	*1,654	0,098
[-1 ; 0]	-0,044	0,965	-0,736	0,462	-0,191	0,848	-0,479	0,632
[0 ; +1]	0,412	0,68	-1,47	0,883	0,398	0,691	0,331	0,74
[+1 ; +6]	0,059	0,953	-0,186	0,853	-0,036	0,972	0,107	0,915
[-6 ; +6]	0,666	0,506	-0,057	0,954	0,671	0,671	0,335	0,738

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

*** Significatif à 1%

Tableau 23 : Les résultats du test statistique de Wilcoxon sur les RAM et ASAR de l'échantillon

➤ **Interprétation des résultats du test de Wilcoxon sur les RAMC & ASARC - période d'estimation : 250 jours**

Le test de Wilcoxon, est un test sur les rangs signés. Ce test est moins restrictif que le test t de Student. En revanche, il est simple d'utilisation et n'admet pas de conditions sur les paramètres de l'échantillon à tester.

Concernant les résultats fournis par le test de Wilcoxon, seule la RAMC révèle un résultat crucial et il est conforme à celui du test t de Student obtenu sur la même période d'estimation. **En effet, sur la fenêtre d'observation de [-4 ; +2], la RAMC affiche une statistique Z positive et significative au seuil de 10%. Ce résultat conforte les anticipations et les réactions positives des investisseurs autour de la date d'événement. Il traduit également l'enthousiasme et l'euphorie qui animent le marché. Ce résultat conforte les prédictions de la création de valeur actionnariale. Ces prédictions sont directement liées à notre connaissance à la finalité de l'augmentation de capital qui se décline en trois : le**

remboursement des dettes, la recapitalisation des capitaux propres et la réduction du risque de faillite.

Globalement, l'opération d'augmentation de capital réalisée en situation difficile d'entreprise est créatrice de valeur actionnariale pour les actionnaires anciens. Par ailleurs, nous tenons à préciser que les résultats constatés sont quasiment les mêmes quelle que soit la période d'estimation.

Ainsi, dans la page suivante, nous avons choisi de récapituler dans un tableau les résultats de l'étude d'événement des 30 sociétés en difficultés financières (tableau 24).

3.3.9. La synthèse des résultats significatifs de l'étude d'événement

	RAM		ASAR		RAMC		ASARC	
	250 jours	75 jours	250 jours	75 jours	250 jours	75 jours	250 jours	75 jours
<i>t_test</i>	n-4 : CV à 10%	n-4 : CV à 10%	n-4 : CV à 10% n+2 : CV à 10%	n-5 : DV à 10% n-4 : CV à 10% n-2 : CV à 10% n+2 : CV à 10%	[-4 ; +2] : CV à 10% [-2 ; +2] : CV à 10% [-6 ; +6] : CV à 10%	[-4 ; +2] : CV à 10% [-2 ; +2] : CV à 10% [-6 ; +6] : CV à 10%	-	-
<i>Z_test</i>	n-4 : CV à 10% n+2 : CV à 10% n+3 : DV à 10%	n-4 : CV à 10% n-2 : CV à 10% n+3 : DV à 10%	n-4 : DV à 5% n-2 : CV à 10% n+2 : CV à 10%	n-4 : DV à 5% n-2 : CV à 10% n+2 : CV à 5% n+3 : DV à 10%	[-4 ; +2] : CV à 10%	[-4 ; +2] : CV à 5%	-	[-4 ; +2] : CV à 5% [-2 ; +2] : CV à 10%

Légende

RAM & RAMC	250 jours	Période d'estimation	CV	Création de valeur	<i>t_test</i>	Statistique t de Student
SARM & SARMC	75 jours	Période d'estimation	DV	Destruction de valeur	<i>Z_test</i>	Statistique de Wilcoxon

Tableau 24 : La synthèse des résultats significatifs de l'étude d'événement de l'échantillon de la thèse

Commentaire : *Suivant les résultats des études d'événement pour cet échantillon, l'augmentation de capital apparaît comme créatrice de valeur actionnariale sur toute la fenêtre d'observation de l'événement (-6 ; +6). Cette création de valeur est probablement liée à la finalité de l'augmentation de capital qui vise le remboursement des dettes, la recapitalisation des capitaux propres et l'enlèvement du risque de faillite.*

Conclusion du chapitre 3

Ce troisième chapitre avait pour objet de construire le cadre empirique de cette recherche en répondant à la question de recherche (Quelles sont les conséquences d'une augmentation de capital réalisée en situation difficile pour l'actionnaire ancien ?). Pour répondre à cette question, nous avons mesuré la création ou la destruction de la valeur actionnariale observée lors du lancement de l'augmentation de capital. La mesure de la création ou de la destruction de la valeur actionnariale s'effectue à partir de la méthodologie d'étude d'événement. Ainsi, pour réaliser ces études d'événement portant sur 30 titres, nous avons :

- Tenu compte de la fenêtre d'événement de 13 jours, c'est-à-dire de 6 jours avant et de 6 jours après l'événement pour mesurer les changements d'anticipation des investisseurs ;

- Considéré deux périodes d'estimation des paramètres à savoir de 250 et de 75 séances boursières ;

- Construit l'échantillon de la recherche avec les sociétés ayant connu des difficultés financières dans la période de 2007 à 2012 ;

- Utilisé deux tests statistiques à savoir le test t de Student qui est un test paramétrique et le test de Wilcoxon qui est un test non paramétrique ;

- Mobilisé le logiciel SPSS pour réaliser les tests statistiques ;

Par ailleurs, les résultats qui résultent des études d'événement de cette recherche doctorale sont les suivants :

- **A n-4 et sur la période d'estimation de 250 jours, suivant le test t de Student, la RAM (rentabilité anormale moyenne) fait observer une création de valeur actionnariale de 1,54% statistiquement significative au seuil de 10%.** Ce résultat s'explique par des anticipations positives et par l'engouement des actionnaires pré-augmentation de capital ainsi que par la valorisation instantanée du cours liée au mobile de l'opération. Ce résultat est conforme aux prédictions de Scholes (1972) qui prédisait que le cours évoluerait pré-émission et chuterait lors de l'émission. **Par ailleurs, la création de valeur observée à n-4 est également confirmée par la statistique de Wilcoxon, au même seuil de significativité.**

- A la date $n+2$, l'observation de la moyenne des rendements anormaux normalisés (ASAR) sur la période d'estimation de 250 jours, indique une création de valeur actionnariale instantanée de 48,99%, statistiquement significative et positive au seuil de 10%. Ce résultat est encourageant, car il traduit la rentabilité moyenne qu'aurait dégagée le cours en l'absence des effets d'annonce. Nous notons que cette création de valeur observée est confirmée par la statistique de Wilcoxon au seuil de 10%.

- Suivant les résultats du test t de Student sur la période d'estimation de 250 jours, la RAMC (rentabilité anormale moyenne cumulée) sur les intervalles de temps de $[-4 ; +2]$ et de $[-2 ; +2]$ est respectivement de +0,51% et de +0,66% significatives au seuil de 10%. **Ces résultats attestent globalement que l'augmentation de capital est créatrice de valeur actionnariale instantanée autour de la date d'annonce.** Par ailleurs, la création de valeur observée sur $[-4 ; +2]$ est confirmée par la statistique de Wilcoxon et significative au seuil de 5%. En outre, le résultat observé sur $[-2 ; +2]$ est conforme à celui trouvé par Smith (1977) qui l'expliquait par la pression du cours autour de la période d'émission.

- **Sur l'ensemble de la fenêtre d'événement de cette recherche, c'est-à-dire sur $[-6 ; +6]$ jours, il en résulte que l'augmentation de capital étudiée est globalement créatrice de la valeur actionnariale.** Ce résultat est fourni par la RAMC de +0,36%. Il est significatif au seuil de 10% sur la période d'estimation de 250 jours. Nous notons que les tendances sur les rentabilités sont approximativement les mêmes, peu importe la période d'estimation. **En effet, il convient d'affirmer globalement que l'augmentation de capital réalisée en situation difficile crée de la valeur actionnariale bien qu'elle soit dilutive.**

Nous tenons à noter que tout résultat significatif trouvé sur l'ASARC (rentabilité anormale moyenne normalisée cumulée) est à prendre avec beaucoup de réserve, car il peut être lié aux soucis de spécification qui touchent le test de Wilcoxon qui est soumis à moins de restrictions sur les hypothèses à tester et à la normalité des données. En outre, une sous-performance observée post-augmentation de capital est probablement liée à l'hypothèse du timing (Spiess et Affleck-Graves, 1995). En revanche, l'absence des réactions observées à la date d'annonce dans cette recherche est également observée dans les travaux de Gajewski et de Ginglinger (1996).

Après avoir analysé les conséquences de l'augmentation de capital sur la valeur des actionnaires anciens, nous allons dans le chapitre suivant étudier la perception des investisseurs particuliers sur ce type d'opération.

Chapitre 4 : L'analyse de l'augmentation de capital par les investisseurs particuliers : La triangulation des données quantitatives et qualitatives

Ce chapitre est consacré à l'analyse qualitative de l'augmentation de capital. Son objet est d'étudier les réactions des investisseurs particuliers (actionnaires anciens minoritaires) face à la gestion des actions décotées. L'analyse qualitative qui sera effectuée est complémentaire aux analyses quantitatives réalisées dans les chapitres qui ont précédé. La combinaison ou l'intégration de la recherche des données qualitatives et quantitatives dans une étude de recherche constitue la méthode mixte (Creswell, 2014). L'utilisation de la méthode mixte permet de neutraliser les faiblesses de chaque forme de données et de permettre la convergence entre les méthodes quantitatives et qualitatives par le moyen de la triangulation. Les résultats de la méthode mixte enrichiront le modèle de recherche. La suite de cette recherche permet de circonscrire l'analyse qualitative puis de réaliser les analyses de sens et textuelles lexicales. Il convient d'avancer que ce chapitre comprend trois sections. La première section présentera la démarche qualitative. La deuxième section proposera les analyses de sens et textuelles lexicales. La troisième section et la dernière de ce chapitre portera sur la synthèse et discussion de la recherche. Elle aura également pour intérêt de proposer le modèle général de la recherche.

4.1. Section n° 1 : La démarche qualitative

La méthodologie qualitative est utile, car elle facilite l'appréhension de l'objet d'étude et l'explique par des éléments de compréhension qualitatifs. L'analyse qualitative est utilisée dans les recherches scientifiques, afin de donner une description fine de l'objet de recherche. Dans cette recherche, nous cherchons à appréhender la perception des réactions des actionnaires particuliers face à l'opération d'augmentation de capital. Cette méthode qualitative est complémentaire à la quantitative qui ne prend pas en compte la perception ou le ressenti des agents. L'approche qualitative permet de mesurer les données qualitatives difficilement mesurables par les méthodes statistiques et financières. Elle peut s'avérer

longue, car elle est minutieuse et tient à élucider la problématique de la recherche. **Enfin, pour effectuer cette démarche qualitative, nous avons choisi les gestionnaires d'actifs (qui sont des investisseurs particuliers).** Par ailleurs, il convient de préciser que l'imbrication des approches quantitatives et qualitatives désigne la triangulation des données ou la méthode mixte. La triangulation des données est prisee et couramment utilisée dans les recherches en sciences de gestion. D'après Miles et Huberman (2003), une thématique de recherche doit être traitée globalement en la confrontant à son terrain voire à son environnement. Ainsi, l'analyse qualitative se propose à partir des entretiens semi-directifs d'étudier la triangulation. Les données recueillies lors des entretiens semi-directifs serviront à effectuer des analyses de sens et textuelles lexicales, nécessaires à l'appréhension de la perception des gestionnaires d'actifs sur les augmentations de capital. La réalisation des entretiens semi-directifs a nécessité l'établissement d'un guide d'entretien unique. Maintenant, il convient de présenter le recueil des données et la méthode de traitement des données.

4.1.1. Le recueil des données

Les données brutes ont été extraites des entretiens semi-directifs. Ces entretiens ont été réalisés auprès de deux gestionnaires d'actifs. Ces gestionnaires sont des investisseurs qui gèrent des portefeuilles d'actions. Ils sont par défaut considérés comme des actionnaires minoritaires.

La réalisation de ces entretiens a nécessité d'établir un guide d'entretien. Ce guide reprend les principaux thèmes de l'entretien. Il a un intérêt double, c'est-à-dire qu'il permet d'orienter l'entretien d'une part et permet à l'interviewé de suivre le déroulement de l'entretien par l'enchaînement des thèmes d'autre part. Les entretiens ont été enregistrés avec un dictaphone et retranscrits (une trentaine de pages en moyenne par entretien). Les données recueillies ont été retraitées. Ainsi, elles peuvent être utilisées pour produire des analyses de sens. Par ailleurs, les données brutes peuvent également être insérées dans le logiciel Alceste, afin d'obtenir les analyses lexicales. L'analyse lexicale sert à transformer les données des entretiens semi-directifs à partir du logiciel Alceste. Ce logiciel a une fonction double à savoir : la classification hiérarchique descendante et la mise en évidence des ressemblances et des dissemblances. Les résultats s'analysent à partir des classes et des axes obtenus par le logiciel. Parmi les résultats de l'analyse lexicale, il y a l'analyse factorielle en coordonnées. Les

analyses factorielles permettent d'interpréter les classes en tenant compte de leur position sur le plan factoriel.

Dans la suite, nous nous attelons à présenter le guide d'entretien, la méthode d'analyse, les analyses de sens et textuelles lexicales. Le logiciel Alceste produit les résultats lexicaux, tels que la formation des classes des données provenant des entretiens semi-directifs, ainsi que les analyses factorielles en coordonnées (AFC). Les classes sont analysées séparément tout comme les axes du plan factoriel. En conclusion, toutes ces analyses contribuent à l'appréhension des effets de l'augmentation de capital. L'architecture d'analyse des données proposée correspond aux étapes suivantes : les analyses de sens, l'interprétation des classes et l'analyse des AFC.

4.1.1.1. Le guide d'entretien

La réalisation d'un entretien semi-directif nécessite d'établir un guide d'entretien. Ce guide d'entretien doit être adapté au sujet de recherche. Il a pour objet d'orienter l'entrevue et de focaliser la réflexion de l'interviewé sur les thèmes à aborder. Les entretiens semi-directifs sont jugés utiles, car ils permettent d'expliquer le sujet de recherche dans sa globalité. Par ailleurs, le guide d'entretien de cette recherche est construit autour de cinq thèmes principaux. Pendant l'entretien, le guide d'entretien a pu être complété par des relances. L'objet des relances est de permettre à l'interviewé d'approfondir sa réflexion sur un thème. En revanche, pour faciliter le déroulement de l'entretien, un plan d'entretien a été déposé sur la table d'entretien, afin de permettre à l'interviewé de suivre l'enchaînement des thèmes. Le plan d'entretien se distingue donc du guide d'entretien. A la différence du guide d'entretien, le plan d'entretien ne comporte que les thèmes de l'entretien et ne contient pas de relances.

Ci-après, sont présentés les mots clés du guide d'entretien qui ont servi à réaliser deux entretiens semi-directifs (encadré 0.2).

Profil du gestionnaire : Le profil est fondamental dans une analyse qualitative. Il s'agit de profiler l'interviewé par son métier, ça peut être n'importe quel agent économique (les gestionnaires d'actifs) capable de décider et de se positionner sur les actions des entreprises en difficulté.

Stratégie de gestion pour les entreprises étudiées : La stratégie est un élément majeur dans la gestion de portefeuille des titres. En effet, dans un contexte particulier, il va s'agir de définir la politique d'allocations du portefeuille des titres qui tient compte à la fois des chances de retour à la performance et de la nature des risques. En réalité, nous cherchons à savoir pourquoi un gestionnaire d'actifs décide de suivre l'opération ou de sortir de son portefeuille les titres en difficulté ? Il s'agit de s'intéresser à la stratégie de gestion des actions en difficulté.

Résultat de l'augmentation de capital : L'objet de ce thème est de recueillir l'avis ou la perception du gestionnaire d'actifs sur le résultat de l'augmentation de capital qui vise le remboursement des dettes, la recapitalisation des capitaux propres et la réduction du risque de faillite. En lien avec le résultat de l'opération, nous cherchons à définir les changements d'anticipation des gestionnaires d'actifs durant la fenêtre d'observation de l'augmentation de capital. Les différentes questions à aborder sont : pourquoi le gestionnaire d'actifs s'intéresse-t-il au résultat de l'opération ? Est-ce que ce résultat peut-il changer sa perception sur les actions en difficulté ? Enfin, cette recapitalisation est-elle une opportunité ou un danger ?

Analyse de l'augmentation de capital selon la lecture optionnelle du bilan : Cette partie vise à analyser les conséquences de l'augmentation de capital selon la théorie de la lecture optionnelle du bilan. Il s'agit de percevoir la réflexion des gestionnaires d'actifs sur les effets optionnels de l'augmentation de capital sur les capitaux propres, sur la dette et sur le risque de faillite.

Communication financière : La communication est un élément crucial dans la réussite d'une opération d'augmentation de capital. Une communication non adaptée conditionne l'échec de l'augmentation de capital. Alors, quelles sont caractéristiques d'une bonne communication et pour qui est-elle destinée ?

Encadré 0.2 : Le guide d'entretien semi-directif

4.1.2. Le traitement des données

4.1.2.1. La méthode d'analyse

Cette partie présente la méthode d'analyse qualitative utilisée. En réalité, pour effectuer cette analyse, il a été nécessaire de construire le guide d'entretien qui a servi à réaliser les entretiens semi-directifs et à collecter les données. Les données collectées serviront à effectuer des analyses de sens. Ces mêmes données seront importées dans le logiciel Alceste, afin de produire des analyses textuelles lexicales. Il convient de préciser que les données récoltées proviennent des entretiens effectués et qu'un entretien a pour objet l'assemblage de la réflexion théorique et l'observation pratique de l'objet étudié. **Ainsi, à travers les analyses de sens, nous proposons d'étudier la perception de la stratégie de gestion des actions décotées des investisseurs particuliers (des gestionnaires d'actifs). Cette analyse relève d'une procédure qui vise à donner du sens au propos recueillis lors de l'entretien semi-directif.** Les analyses de sens effectuées sont manuelles. Elles seront complétées par les analyses textuelles lexicales.

Concernant les analyses textuelles lexicales, elles s'obtiennent à partir d'un traitement singulier. Elles se réalisent à partir d'Alceste. Alceste est un logiciel méthodologique qui permet d'extraire d'un entretien, un ensemble de données homogènes, structurées du corpus et regroupant les éléments significatifs dans différentes classes pour en donner un sens. Ce corpus de données est analysé par ce logiciel construit par des linguistes et des statisticiens.

Le logiciel Alceste rassemble les données extraites dans différents champs lexicaux appelés classes. Ces classes fournissent les sens dominants grâce aux données lexico-métriques qui les composent (Gavard-Perret et Moscarola, 1998). L'analyse lexicale comporte un lexique qui est composé de ses propres fonctionnalités telles que : l'heuristique et la lemmatisation. L'heuristique est la procédure qui permet de soumettre le corpus de données à plusieurs traitements linguistiques et statistiques. La lemmatisation du corpus efface les « bruits » produits par les hapax. Il convient de souligner qu'un travail préparatoire est à effectuer. Il a pour objet le dénombrement des mots présents et le calcul de leurs cooccurrences deux à deux. Après que les occurrences et les mots aient été dénombrés, le texte est découpé en unités de contexte qui peaufinent la définition des données extraites. La méthode fournit ainsi un tableau, en ligne les unités de contexte et en colonne les formes significatives. **Les unités de contexte permettent d'affiner la compréhension de chaque élément extrait.** La

dernière étape de la méthode consiste à élaborer l'analyse factorielle en coordonnées (AFC). **L'AFC répartit les données de l'analyse lexicale extraites en différentes classes de mots.** Cadiou K. (2011) souligne que : « ces classes sont d'autant des regroupements de mots, de syntagmes et de segments répétés qui permettent de fixer les multiples univers lexicaux contenus dans un texte et d'en donner une représentation synthétique, par la mise en cohérence de leurs éléments constitutifs ». **L'AFC est utile et ajoute des appréciations.** Elle est réalisée à partir des variables et des unités de contexte élémentaires (uce)⁷⁵ significatives du corpus. Elle insiste sur la formation des plans à interpréter. Elle va confirmer les analyses de sens effectuées.

Maintenant que la méthode d'analyse a été présentée, il va s'agir de présenter et d'interpréter les résultats des analyses de sens et textuelles lexicales. Ces résultats permettront à partir d'une synthèse d'enrichir la conception du modèle de recherche.

4.2. Section n° 2 : Les analyses de sens et lexicales textuelles

4.2.1. Les analyses de sens des entretiens

4.2.1.1. L'entretien n° 1 avec le premier gestionnaire d'actifs

Cette partie propose l'analyse de sens de l'entretien semi-directif réalisé auprès d'un gestionnaire d'actifs, le 31 octobre 2014. La durée de l'entrevue a été approximativement d'une heure et trente minutes. Cet entretien a été enregistré puis codé. Parmi les verbatim de cet entretien, il y a : le profil du gestionnaire, la stratégie de gestion des actions décotées, le résultat de l'augmentation de capital, l'analyse de la lecture optionnelle du bilan et l'utilité de la communication financière. Par ailleurs, sachant que le gestionnaire d'actifs est toutefois porteur de prises de participations minoritaires, son point de vue sur les actions décotées nous intéresse.

L'analyse de sens vise à donner du sens aux propos recueillis lors de l'entrevue semi-directive. Les principales extractions de l'entrevue sont proposées ci-après. Elles suivent la grille d'entretien présentée précédemment. Les verbatim entre guillemets, rapportent les propos de l'interviewé.

⁷⁵ Par définition, une uce traduit les morceaux de phrases classés par Alceste.

➤ **Sur le profil du gestionnaire.** Le gestionnaire d'actifs se décrit comme : un « gérant transversal » ou un investisseur dit final. Il gère les actions et les obligations. Son profil est relativement classique. Il utilise l'analyse fondamentale qui le guide dans sa quête d'investissement. L'analyse fondamentale a pour but de valoriser les titres par rapport à leur cours, afin d'anticiper le timing de l'opération à réaliser sur le titre aussi bien à l'achat qu'à la vente.

➤ **Sur la stratégie de gestion des actions décotées ou en difficulté.** Le gestionnaire d'actifs distingue deux styles de gestion qui s'opposent à savoir : « le style benchmarké et le style value ». Suivant ce dernier, sa stratégie de gestion en contexte difficile est basée sur des dossiers. Les analyses fondamentales effectuées sont orientées marché, c'est-à-dire indexées sur un benchmark représentant la performance du marché et les décisions prises suivent le trend⁷⁶ du benchmark. Il reconnaît avoir pratiqué la gestion benchmarkée et value, respectivement de façon majoritaire et minoritaire. **La gestion benchmarkée correspond au profil d'OPCVM couverts par des mandats assez benchmarkés. La gestion value est liée à des fonds total return non benchmarkés.** Le gestionnaire d'actifs note que la gestion value est plus risquée, long-termiste et c'est une gestion « de conviction et de pure conviction » qui permet à un gérant de décider librement, c'est-à-dire de sortir des « sentiers battus ». Malgré tout, il y a toujours un repère, car un mandant qui n'a pas culture financière verra toujours le CAC 40. Par ailleurs, le gestionnaire affirme que : « le type de la gestion est fonction de la stratégie, des profils de risque des titres et des logiques de gestion qui y sont associées ». La gestion benchmarkée est qualifiée de « produit grand public ». En effet, ces fonds grand public sont les OPCVM distribués dans le réseau bancaire classique et effectivement standardisés en termes de normes de gestion et sont moins risqués. Il devient évident que la protection d'un fonds de gestion benchmarké passera par la diminution de l'exposition du portefeuille ou par un arbitrage entre les valeurs cycliques et défensives s'il s'agit des actions voire par un jeu de sensibilité s'il s'agit des obligations. **La stratégie peut consister à prendre une position relativement forte dans le portefeuille, si la décote est flagrante et injustifiée.** La prise de position va différer selon qu'il s'agisse de la gestion benchmarkée ou value. A noter que le profil de risque des portefeuilles ne suffit pas pour décider, il y a également : « le timing du contexte ».

⁷⁶ Le trend est la tendance du marché dictée par le benchmark ou l'indice de référence.

La politique d'investissement du gestionnaire d'actifs, va l'inciter à dénicher des opportunités d'investissements et se positionner sur les actions en difficulté qui sont de qualité médiocre, mais qui possèdent un potentiel de croissance important. Ainsi, en matière de choix d'investissements, l'interviewé publie sa règle d'or : « **c'est typique des typologies de gestion, on ne fait jamais d'analyse absolue en absolu mais toujours d'analyse relative, relative au marché, au secteur d'appartenance de la société et non encore une fois en absolu** ». Sachant que la prise de décision en matière d'investissement est à la fois fondamentale et de flux, l'investissement dans les actions ou dans les obligations va dépendre de la typologie du portefeuille en gestion et si le portefeuille est constitué d'actions, il s'agira de prendre des actions et de gérer le risque. Si le portefeuille est diversifié, il s'agira alors de modifier l'allocation d'actifs et de gérer le risque. Le désinvestissement est possible pour une action décotée si son cours est à la baisse et son risque est élevé. Cette vente n'est pas la résultante d'un simple soupçon, mais plutôt de l'existence des éléments tangibles qui prédisent des difficultés encore plus importantes que celles du moment. Ces éléments sont essentiellement une défaillance, un dépôt de bilan ou un profit warning qui remet en cause le potentiel anticipé sur la valeur, en indiquant une « cassure » ou une « rupture » sur la période. Les autres raisons irrationnelles qui peuvent affaiblir la liquidité du titre sont : les raisons psychologiques ou comportementales de marché telles que les rumeurs, les craintes voire les risques d'augmentation de capital. **Pour le gestionnaire d'actif, si les risques d'augmentation de capital sont réels, il vaut mieux attendre son annonce pour souscrire à moins cher.**

En résumé, les actions décotées peuvent s'apparenter à des cas de gestion exceptionnels ou à des opportunités d'investissement. La sous-performance doit être gérée, car c'est un problème commercial. Le choix d'une gestion ne décide pas de la souscription aux actions décotées, mais détermine plutôt le poids de l'investissement, car la gestion utilisée avant les difficultés peut être la même post opération. Concerne l'attractivité des actions par rapport aux obligations, **l'interviewé note qu' « on associe toujours au contexte difficile d'entreprise les actions, parce que c'est plus médiatisé, c'est plus spectaculaire et c'est plus volatile »**. Théoriquement les actions et les obligations ne sont pas des classes d'actifs totalement décorrélées, bien que les actions soient plus risquées.

➤ **Sur le résultat de l'augmentation de capital**, il convient de noter qu'il s'agit d'un signal qui préoccupe les investisseurs et les pousse à définir leur positionnement face à

l'opération. Selon le gestionnaire d'actifs, les augmentations de capital sont vues comme : un « mauvais signe » et les actionnaires ne les aiment pas trop, sauf en contexte difficile d'entreprise où elles sont considérées comme : un « bon signe ». Ce signal donne une indication sur la décote du cours. La mesure de la légitimité de la décote permet d'affirmer la gravité des difficultés. **Par ailleurs, selon le gestionnaire d'actifs, il participera à l'augmentation de capital si vraiment la décote est injustifiée et s'il existe un élément majeur ou un « déclic » jugé valorisant qui l'incite à participer, tel que l'arrivée d'un partenaire industriel, d'un fonds de pension, d'un concurrent ou encore l'intervention de l'Etat. Ce sont-là des éléments tangibles.** Par exemple, ce fut le cas de la société ALSTOM, lorsqu'elle s'était retrouvée en situation de quasi-faillite après avoir acheté les centrales thermiques d'ABB il y'a quatre ans. Sur ALSTOM, bien qu'il s'agissait d'une émission de dette, il fallait y participer et percevoir des informations cruciales à savoir le soutien de l'Etat, car elle détenait des actifs stratégiques de l'économie française. **Notons que le choix d'une opération peut permettre de rehausser le cours.** Un autre cas, est celui de la fusion d'ALSTOM en difficulté avec SIEMENS qui avait pour but de « splitter » l'activité ferroviaire et énergétique du Groupe. Evidemment, le public avait pris connaissance du déclic et que de toute façon tout investisseur s'y intéresserait parce que ces sociétés possèdent un savoir-faire qui représente le potentiel de valorisation. Le potentiel de valorisation peut aussi s'exprimer en parts de marché importantes.

Nous notons que le timing du lancement de l'augmentation de capital est crucial. Selon le gestionnaire d'actifs : **« c'est forcément entre l'annonce et la mise en place de l'opération que l'investisseur devra investir sur ces titres décotés voire après parce qu'avant l'opération, il est difficile de maîtriser ses modalités, ainsi que les informations en circulation.** En effet, la souscription implique un partage des risques. Elle est séduisante lorsque le fondamental est bon et effectuée post-opération afin de ne pas prendre le risque d'augmenter le capital, car ce type d'opération n'est jamais réussi à l'avance. **Par ailleurs, si le résultat de l'opération est une création de valeur, il s'analysera comme : « une anticipation de la valorisation du potentiel du titre décoté ».** Ce résultat est intéressant parce qu'il révèle un potentiel de valorisation beaucoup plus important qu'en situation normale, notait le gérant. En effet, les actions décotées possèdent un fort potentiel de croissance. Il est possible d'affirmer qu'une augmentation de capital sans déclic est vouée à l'échec, sauf si elle est lancée par un fond spéculatif. **Selon le gestionnaire d'actifs, la**

création de valeur devrait changer la perception du gérant. Cette opération est binaire, c'est-à-dire que s'il existe un déclic, c'est une opportunité, sinon c'est un danger.

Les augmentations de capital sont utiles pour financer les entreprises en difficulté. Elles sont considérées comme des opérations relativement marginales et exceptionnelles. Elles sont lancées afin de redonner du souffle de vie à la société. En revanche, elles risquent d'être neutres pour l'actionnaire ancien parce qu'il se fait dilué et surtout s'il est incapable de la suivre dans les proportions de son capital investi. Selon le gestionnaire d'actifs, le majoritaire est le perdant si l'opération neutre pour lui, car il est le titulaire des actions nouvelles très valorisantes, mais qui pèsent beaucoup moins dans son portefeuille post-opération. Par ailleurs, il n'est pas définitivement le perdant, car il est gagnant dans la mesure où sa société est sauvée et qu'il peut réaliser son projet. Sur le long terme, il est aussi le gagnant parce que son titre se valorisera. Sur le court terme, il ne fait qu'assurer la sauvegarde de la société et c'est bénéfique pour son image. Il s'agit d'une opération à forte valeur ajoutée pour les actionnaires minoritaires qui constatent l'amélioration du cours, la diminution du gearing et la présence des synergies. Elle est fiable, solide et exempt du risque asymétrique. **La perte constatée est la résultante de la dilution, par conséquent la revalorisation du titre n'est autre que la compensation de la dilution.**

➤ **Sur l'analyse de l'augmentation de capital selon la lecture optionnelle du bilan,** le gestionnaire d'actifs conçoit que cette opération s'assimile à un jeu dans lequel, il existe un projet qui constitue un déclic, influençant la performance et le risque. Si la finalité de l'opération est le remboursement des dettes et la recapitalisation de capitaux propres, le gearing s'améliorera. Ce dernier affirme que les effets de l'augmentation de capital observés concernent la valorisation de l'option d'achat et de l'option de vente. Selon lui, le vendeur de l'option peut jouer l'échec du projet ou la dévalorisation du titre et c'est bien le deal d'un investisseur ancien mécontent. **Par ailleurs, il avance que lors du lancement de l'augmentation de capital, l'option de vente détenue par les actionnaires n'est pas exercée.** Ce non exercice de l'option de vente peut s'expliquer par la présence d'un projet robuste et réalisable associé à un retour à la performance et qui dit performance dit changement d'anticipation positif. **L'interviewé rajoute que la revalorisation de l'option d'achat est un signe « rassurant ».** Sur la valeur temps faible, l'interviewé ne la considère pas comme : une « inquiétude », car la société en difficulté a une base faible par défaut et tout investisseur est conscient du risque à prendre. Selon l'interviewé, les effets optionnels de

l'augmentation de capital sur les actifs de la société sont : la valorisation de l'option d'achat, la réduction de l'option de vente, l'amélioration de la valeur temps et du gearing ainsi que les changements d'anticipation tels que le transfert de richesse et de risque. Concernant la prime d'émission, elle peut traduire l'équilibre du prix à payer par un actionnaire ancien ou nouveau. **Sur la redynamisation du jeu des acteurs à la suite de l'opération, le gestionnaire d'actifs admet que l'augmentation de capital permet de redynamiser les relations entre les acteurs, en favorisant les échanges et la communication.**

➤ **Sur l'importance de la qualité de la communication financière pour les entreprises en difficulté**, il convient de noter qu'il s'agit d'un élément majeur dans la réussite de l'augmentation de capital. **La communication doit être objective et doit s'adapter à la situation de la société, afin de parer à un éventuel échec de l'opération. Son rôle est de rassurer les partenaires, plus particulièrement les actionnaires et les créanciers de la société sur ses difficultés réelles et sur son risque asymétrique. La communication est efficace, salvatrice pour les actionnaires, étaye le projet de la restructuration, expose les mobiles et la finalité de l'opération qui sont d'ordre industriel, économique et financier.** Elle peut permettre de relancer la confiance entre l'actionnaire minoritaire et le dirigeant convaincant et communicant. Si tous ces éléments sont réunis, l'opération va fédérer les investisseurs à sa réalisation, ce qui peut permettre de réduire la pression potentielle des créanciers, de relancer un projet d'investissement, voire d'améliorer la position concurrentielle. La communication est particulièrement destinée aux créanciers, aux actionnaires, aux salariés, parce qu'ils sont affectés directement par le contexte de la société, surtout si la structure est en ISR.

Parmi les éléments de la communication, il y a le rating ou la note de la firme. **En effet, la note de la firme peut refléter à un instant donné, la valorisation du titre en action.** En revanche, il convient de relativiser car les ratings obligataires ont souvent un gap de retard sur les analyses financières et c'est à l'actionnaire historique de la société de le mettre à jour. La distinction doit être claire, notamment entre la valorisation de l'entreprise du côté de l'actionnaire et le rating obligataire, qui ne fait que refléter la qualité de la dette. Le cours est évalué par le marché. Evidemment, la réalité à un moment donné se rejoint si le rating obligataire est nul, la valorisation ou la valeur de l'entreprise sera nulle aussi car les deux titres sont corrélés d'après le gérant. En effet, l'actionnaire a une vision beaucoup plus large que le rating obligataire, mais il ne l'ignore pas pour autant et doit le suivre.

Les résultats du premier entretien sont présentés dans le tableau suivant (tableau 25). Ces résultats sont destinés à enrichir le modèle de la recherche.

4.2.1.2. Les résultats d'analyse de sens du premier entretien

Profil du gestionnaire	Stratégie de gestion	Résultat de l'opération	Lecture optionnelle du bilan	Communication financière
<ul style="list-style-type: none"> - Gérant transversal. - Profil classique. - Analyse fondamentale. - Timing du contexte de l'opération. - En gestion : les actions et les obligations. 	<ul style="list-style-type: none"> - Existence de deux styles de gestion : benchmarké et value. - Stratégie non systématique sur les titres décotés. - Prise de décision suivant le trend du benchmark. - Pratique de la gestion benchmarkée pour ces titres. - Protection du portefeuille pour ces titres par : la diminution de son exposition et par l'arbitrage des valeurs cyclique et défensives. - Se positionner sur ce titre si la décote est flagrante, injustifiée et s'il a un potentiel de croissance. - Cession du titre si existence des éléments tangibles : 	<ul style="list-style-type: none"> - L'augmentation de capital est un « bon signe ». - Participation à l'opération s'il y a un déclic. - Choisir l'augmentation de capital pour rehausser le cours. - Souscription implique un partage des risques. - Création de valeur signifie : anticipation de la valorisation du potentiel du titre décoté. - Actions décotées possèdent un potentiel de croissance. - Création de valeur est intéressante et change la perception du gérant. - L'opération est une opportunité s'il y a un déclic sinon c'est un danger. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'augmentation de capital est un projet, un déclic qui influence la performance et le risque. - L'opération améliore le gearing. - L'opération valorise l'option d'achat et réduit l'option de vente. - L'augmentation de capital favorise le non exercice de l'option de vente. - La revalorisation de l'option d'achat est un signe rassurant. - La valeur temps faible n'est pas une inquiétude. - Les autres effets de l'augmentation de capital sont : les changements 	<ul style="list-style-type: none"> - La communication est objective et s'adapte à la société en difficulté. - Rassure les actionnaires et créanciers sur les difficultés réelles et sur le risque de la société. - Est efficace, étaye le projet de recapitalisation et expose les mobilités et les finalités de l'opération. - Relance la confiance entre le minoritaire et dirigeant convaincant et communiquant. - Est destinée aux créanciers et aux actionnaires.

	<p>défaillance, dépôt du bilan, profit warning, cours à la baisse et risque élevé.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Explication de la baisse du cours par les raisons irrationnelles : craintes, rumeurs et risque d'augmentation de capital. - Gestion value plus risquée et plus libre que la gestion benchmarkée. - Style de gestion ne décide pas de la souscription de ces titres mais du poids de l'investissement. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'opération est neutre pour l'actionnaire s'il est dilué. - Le majoritaire est le gagnant car sa société est sauvée (sur le long-terme). Sur le court-terme, il est le perdant car il assure sa sauvegarde. - Le minoritaire est gagnant car l'opération est une forte valeur ajoutée qui améliore le cours, le gearing et assure les synergies. - La sous-performance est à gérer, car c'est un problème commercial. - Souscription aux titres décotés à l'annonce et post opération. 	<p>d'anticipation, le transfert de richesse et de risque.</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'augmentation de capital redynamise les relations des acteurs : actionnaires et créanciers. 	
--	--	--	--	--

Tableau 25 : Les résultats d'analyse de sens du premier entretien (avec le gestionnaire d'actif transversal)

Le tableau ci-dessus récapitule les résultats et insiste sur la stratégie de gestion plus particulièrement sur le style de gestion benchmarké, sur les résultats de l'augmentation de capital, sur la lecture optionnelle du bilan et sur la communication financière, afin de se positionner à l'achat ou à la vente des titres décotés. ***En effet, ce titre sera cédé s'il ne présente pas de potentiel de rebond ou n'a pas de perspectives de performance.***

4.2.1.3. L'entretien n° 2 avec le deuxième gestionnaire d'actifs

Après avoir réalisé un premier entretien avec un gestionnaire d'actifs sur la gestion des actions décotées, il nous a semblé opportun d'en effectuer un deuxième. Le but de ce deuxième entretien est de conforter les informations obtenues lors du premier entretien. L'entretien a été réalisé le 17 novembre 2014 dans les locaux d'une unité de gestion des actifs d'une banque. Les deux gestionnaires d'actifs interviewés interviennent dans la gestion de portefeuille en prenant des participations minoritaires. Les verbatim entre guillemets rapportent les propos de l'interviewé. Cet entretien a fait l'objet d'un enregistrement d'une heure et demie sur un dictaphone. L'interviewé a pris connaissance de l'objet de recherche et de l'enregistrement de l'entretien avant de le débiter. A partir de l'analyse de sens, nous proposons de découvrir la perception du gestionnaire d'actifs interviewé.

➤ **Sur le profil du gestionnaire.** Ce gestionnaire d'actifs rapporte que sa table de gestion gère un milliard huit d'actions principalement de la zone euro et française, pour des mandats institutionnels et pour des clients particuliers représentant respectivement 40% et 60% des fonds d'OPCVM. Il est un investisseur long, car il ne va pas « shorter » les marchés. Par ailleurs, il va investir dans les sociétés en croissance.

➤ **Sur la stratégie de gestion des actions décotées.** Le gestionnaire d'actifs affirme pratiquer la gestion benchmarkée, tout d'abord parce que c'est une exigence réglementaire et parce que tout fonds d'OPCVM a l'obligation d'indiquer un benchmark qui est une référence pour le client averse au risque. **Par ailleurs, il conçoit que le style value est adapté aux actions décotées.** La dimension value consiste à investir dans des boîtes très fortement décotées pour lesquelles, le stratège pense qu'il y a une anomalie de marché et que la décote va s'améliorer éventuellement. Le gestionnaire d'actifs note qu'il est possible d'avoir un benchmark value c'est-à-dire un benchmark composé des valeurs de croissance et value. Il avance également que l'élément capital dans la caractérisation d'un type de gestion est le « style d'investissement ». Par exemple le style value va consister à acheter des titres décotés. **En revanche, la stratégie de gestion du gestionnaire d'actifs consiste à dénicher des entreprises de croissance, de qualité et qui ne sont pas en stress financier.** Ces entreprises doivent présenter de fortes barrières à l'entrée, afficher une bonne rentabilité financière et un profil de croissance supérieure au marché. Toutefois, il conçoit in-fine ne pas gérer les actions décotées tout en reconnaissant être confronté de manière ponctuelle à ce type

d'entreprise et savoir réagir est indispensable. Il précise ne pas avoir de stratégie particulière ou de niche à la quête des entreprises en difficulté dont l'objectif est de parvenir à l'apurement de leurs difficultés. **Il utilise la gestion fondamentale afin de valoriser chaque titre du dossier et de déterminer son appétence à investir.** L'analyse fondamentale sert à établir des projections de croissance, de rentabilité à moyen terme en fonction de la tendance du titre. **Le gestionnaire d'actifs avance que les erreurs stratégiques ou d'appréciation voire de retournement de tendance du titre ne sont pas à exclure.** La réévaluation du titre s'impose pour déterminer s'il sur-réagit à une mauvaise « news ». En effet, si le titre est décoté, il ne faut pas agir rapidement sur le portefeuille. Il faut toujours relativiser en gestion par rapport au contexte. Le gestionnaire d'actifs illustre son attitude par : « l'exemple d'AIR France dont il était actionnaire minoritaire. Après avoir investi dans ce titre le début d'année 2014, ce titre a beaucoup chuté et a été conservé dans le portefeuille suite à la crise en Ukraine l'été de cette même année, malgré le risque géopolitique. Après la crise, la société a fait une grève très importante des pilotes qui refusaient le plan de restructuration, ce qui a affecté davantage le titre. Le risque étant jugé plus que structurel auquel s'est rajouté un autre risque géopolitique, Ebola. **La décision a donc été de couper les pertes, car les éléments sont plus structurels que conjoncturels** ». En revanche, tout investisseur peut effectuer : une vente « stop loss » dès lors que le cours dévise. Cela consiste à éviter des erreurs d'appréciation qui consistent à attribuer au risque conjoncturel un risque structurel. La vente stop loss ne consiste pas non plus à vendre au plus bas s'il existe : une « forte probabilité de la remontée du cours » et si l'impact du titre dans le portefeuille est jugé faible.

Selon le gestionnaire d'actifs, la cession du titre est une solution si une éventuelle augmentation de capital est vouée à l'échec. **L'augmentation de capital dilue les actionnaires. Le marché peut réagir positivement, car ça enlève le stress financier ou la décote du titre, souligne le gestionnaire d'actifs.** Selon lui, le titre décoté est conservé dans le portefeuille s'il présente un potentiel de valorisation ou de rebondissement à moyen terme et n'est pas décoté pour des raisons structurelles. Il considère que la décote du titre est liée à la dette, à un risque de casse de covenants voire à un risque d'augmentation de capital. Il conçoit également que la gestion des actions décotées est un métier de spécialistes, de fonds d'investissement (hedge fund et fonds de situation spéciale) qui investissent des ces titres. Ce métier nécessite de nombreuses compétences que les "asset-managers" classiques n'ont pas toujours. D'après le gestionnaire d'actifs, l'action décotée va intéresser un investisseur si elle possède un potentiel de rebond et si la situation difficile est clairement identifiée et

susceptible d'être réglée ». **Ces actions ont une valeur temps qui est liée à l'amélioration du titre.**

Le gestionnaire d'actifs poursuit en affirmant que l'investissement est possible dans un titre décoté, si son stress n'est pas structurel et son business est cyclique, sachant que le soutien étatique même s'il existe n'est forcément pas un signe positif. **Selon le gérant, les mesures d'apurement des difficultés dépendent du choix de la meilleure allocation du capital entre le coût de la dette et celui du capital imposé par la direction financière.** Il énonce également que : « l'augmentation de capital vient dès lors que les autres voies ont été épuisées, sauf s'il s'agit d'un secteur très fortement capitalistique, très endetté où le rating crédit est très important ». En conclusion, pour le gestionnaire d'actifs : « on ne fait pas de gestion benchmarkée sur les actions décotées, parce qu'en général elles ne sont plus dans le benchmark. Elles doivent être insérées dans le portefeuille value si la décote est surmontable ». Le choix d'une gestion dépend de l'appétence au risque du client. Quant à l'attractivité des actions par rapport aux obligations, le gestionnaire d'actifs dit qu'être porteur d'une obligation signifie être mieux protégé, car toute chose égale par ailleurs et avant qu'il y ait un défaut obligataire, l'actionnaire action aura déjà payé.

➤ **Sur le résultat de l'augmentation de capital.** Le gestionnaire d'actifs conçoit que le résultat est une moyenne et s'il est positif, ce n'est pas choquant encore c'est intéressant si l'opération a réussi. **Il affirme que l'essence des augmentations de capital, c'est d'enlever l'échéance de la faillite mais ça ne sauve pas forcément par contre ça permet de créer un appel d'air.** Selon lui, dans la pratique c'est le créancier qui décide de mettre une entreprise en faillite. Les mobiles de l'opération doivent être réels, afin de ne pas en faire une pratique de gestion courante.

L'augmentation de capital induit des changements d'anticipation. **En effet, avant son annonce, toute chose égale par ailleurs, la société est en difficulté, sa décote est continue et le résultat ne peut donc pas être positif à priori sauf s'il existe des délits d'initié sinon il n'y a pas de réaction sur le titre, admet le gérant.** Le résultat peut être positif avant l'augmentation du capital si elle vise l'investissement ou le remboursement des dettes. Le résultat positif est difficilement explicable sauf si la société a un bon actif. Elle est « super endettée » et veut se désendetter en favorisant l'entrée d'un partenaire industriel tel que : « La BPI France ». Le gestionnaire d'actifs poursuit en affirmant qu'à la date de l'opération, l'interprétation du résultat n'est pas évidente parce que ce même jour, des ajustements

s'abattent sur le cours. Elle est difficilement appréciable sauf si elle favorise l'entrée d'un partenaire industriel et là ça peut réagir positivement. Par ailleurs, l'appréciation de l'opération tient compte des caractéristiques de l'augmentation de capital, telles que les droits préférentiels de souscription et le prix de l'opération. **Il est normal que post augmentation de capital que le rendement soit meilleur même si les actionnaires ont été dilués selon le gestionnaire d'actifs.** Il considère qu'il faut se positionner post-opération en tant qu'actionnaire nouveau, car la décote est à l'instant t et à l'instant t+5, il n'y a plus de décote parce que l'opération a eu lieu. Le résultat de l'augmentation de capital peut être assimilé à un projet de remboursement des dettes, parce qu'elle vise de redonner du souffle à l'entreprise et c'est normal que la décote de valorisation se réduise. Dans ce cas, le stress de l'entreprise n'est que conjoncturel. Et si le stress est structurel post-opération, le cours grimpera mais redescendra rapidement et les actionnaires s'y rendront compte. **Le gestionnaire d'actifs affirme que si l'opération enlève la décote, ce n'est pas un regain d'espoir, car il s'agit d'une constatation technique et le marché valorise mieux l'entreprise.** Il rajoute : que la création de valeur observée post-opération ne signifie pas que les titres concernés ont un potentiel de croissance. La création de valeur peut revêtir deux sens : « soit que l'amélioration du cours est liée à la réduction de la décote auquel cas ce n'est pas une option de croissance, soit qu'elle est liée au fait que le marché considère qu'avec cette opération, l'entreprise va réaliser son business plan qui est un business croissance ». **Le rendement post augmentation de capital peut faire grimper le price to book (PBR).** Si le PBR est toujours en dessous de un (1), cela signifie que le marché considère toujours que le titre détruit de la valeur sur son actif économique. Dans cette situation, l'appréciation du cours n'est donc pas liée à la capacité de la société à générer de la croissance. D'autres indicateurs permettent de mesurer les changements d'anticipation et d'évaluer la décote, par exemple le price earning ratio (PER) et les ratios liés à l'EBIT.

En conclusion, l'opération est dilutive et son résultat est intéressant, malgré tout ça ne change pas la perception des investisseurs minoritaires sur les actions décotées. Selon le gestionnaire d'actifs, le minoritaire croira à l'opération si le business de la société est structurellement bon et ne nécessitera plus des besoins d'apports en capital sur le court terme. **Il considère que l'augmentation de capital est une « opportunité » et un « danger », si elle ne fait que redonner de l'air à un puits sans fonds.**

➤ **Sur l'analyse de l'augmentation de capital selon la lecture optionnelle du bilan.**

Le gestionnaire d'actifs stipule ne pas avoir en portefeuille les actions décotées. Ce dernier considère qu'une option c'est donner un prix. Il se sert de l'analyse financière pour analyser et valoriser le fondamental. Il avance qu'une option de croissance est liée à la valorisation du titre voire à son potentiel d'appréciation. Selon ce gestionnaire d'actifs, le titre possède une valeur temps plus importante qui doit correspondre à un cours supérieur post augmentation de capital. Il cite parmi les autres effets de l'augmentation de capital la redynamisation du jeu des acteurs post augmentation de capital. Dans ce jeu, l'Etat est écarté à cause de sa faible implication dans la restructuration sauf s'il est actionnaire. Par ailleurs, si l'opération vise l'assainissement, les créanciers sont rassurés et les actionnaires éventuellement déçus. L'opération est également une source d'opportunité, car elle modifie la table actionnariale. Une opération réussie, rassure sur la qualité du projet stratégique. Parmi les éléments susceptibles de traduire la qualité de ce projet, il y a la prime de risque. Cette prime est intégrée dans la valorisation du titre. **Une entreprise en difficulté et sous-valorisée aura forcément une prime de risque plus importante.** En revanche, le gestionnaire d'actifs note qu'il est possible d'être en difficulté, ne pas être décoté et ne pas avoir de prime de risque importante. La prime de risque importante ne rassure pas et c'est à nuancer, car intrinsèquement ça rassure sauf pour le gestionnaire d'actif parce qu'une prime de risque importante veut dire que la valeur est faible.

➤ **Sur l'importance de la qualité de la communication financière pour les entreprises en difficulté,** le gestionnaire d'actif conçoit que la communication est primordiale. D'après le gestionnaire d'actifs, la communication a pour objet de rassurer les actionnaires sur les raisons de leur dilution et doit préciser le projet stratégique de la société. La qualité de cette communication ne doit forcément pas orienter le choix du portefeuille pour les actions décotées. **Les objectifs de la communication doivent suivre ce déroulé :** d'abord elle doit expliquer et préciser le projet stratégique, en donnant la raison du stress financier et en indiquant le besoin en cash pour augmenter le capital ainsi que l'utilisation qui va en être faite ; ensuite elle doit être de qualité et afficher la transparence ; et enfin elle doit aviser les actionnaires sur la situation post-augmentation de capital, notamment sur le respect et la manière de rééquilibrer les covenants bancaires ainsi que les ratios affectés par le stress. **Cette communication est destinée aux actionnaires uniquement, aux créanciers c'est possible, pas à l'Etat et surtout pas au citoyen sauf s'il est un investisseur potentiel à venir.**

Les résultats de l'analyse de sens de cet entretien, sont présentés dans le tableau récapitulatif ci-après (tableau 26).

4.2.1.4. Les résultats d'analyse de sens du deuxième entretien

Profil du gestionnaire	Stratégie de gestion	Résultat de l'opération	Lecture optionnelle du bilan	Communication financière
<ul style="list-style-type: none"> - Gérant spécialiste. - Investisseur long. - Investissement dans les sociétés de croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pratique de la gestion benchmarkée. - Gestion benchmarkée est une exigence réglementaire pour tout fonds OPCVM et pour le client averse. - Gestion value adaptée aux actions décotée. - Choix de la gestion est fonction du style d'investissement. - Stratégie basée sur la recherche des entreprises de croissance, de qualité et qui ne sont pas en difficulté. - Valorisation du titre par l'analyse fondamentale. - Cession du titre si la difficulté est structurelle et l'opération vouée à l'échec. 	<ul style="list-style-type: none"> - Résultat positif est intéressant si l'opération a réussi, mais ça ne change pas la perception sur ces titres. - Essence de l'opération c'est enlever l'échéance de la faillite et créer un appel d'air. - Pré-opération, la décote est continue et le résultat ne pas être positif sauf si elle vise le remboursement des dettes. - A la date de l'opération, le résultat est difficilement interprétable à cause des ajustements sur le cours, sauf s'il y a arrivée d'un partenaire industriel. - Post-opération, le rendement est meilleur, car la 	<ul style="list-style-type: none"> - Valeur temps importante pour un titre décoté. - Valeur temps élevée, correspond à un cours supérieur post-opération. - Prime de risque importante pour l'entreprise en difficulté. Elle signifie valeur faible et c'est inintéressant sauf intrinsèquement. - Observation de la redynamisation des relations des acteurs post-opération. - Augmentation de capital, source d'opportunité, car il y a modification de la table actionariale. 	<ul style="list-style-type: none"> - Communication est primordiale. - Rassure sur la dilution. - Explique et reprecise le projet stratégique. - Indique le mobile de l'opération et le besoin en cash. - Etre de qualité et transparente. - Avise sur la situation post-opération à partir des covenants. - Destinées aux actionnaires prioritairement, aux créanciers et à l'investisseur potentiel à venir.

	<ul style="list-style-type: none"> - Observation de la réaction positive du marché si l'opération enlève la décote. - Conservation du titre décoté, s'il a un potentiel de rebondissement à moyen terme et n'est décoté pour des raisons structurelles. - Investissement dans le titre décoté est un métier de spécialistes. - Intéressement pour le titre décoté s'il a un potentiel de rebond et si la difficulté est identifiée et réglable. - Apurement des difficultés : choix entre la meilleure allocation du capital entre le coût du capital et de la dette. - Attractivité entre l'obligation et l'action favorise la protection de l'obligataire. 	<ul style="list-style-type: none"> decote a été ôtée. - Opération est dilutive. - Cours grimpera et descendra rapidement si le risque est structurel. - Enlèvement de la décote ne signifie pas regain d'espoir, car c'est technique. Le cours est mieux valorisé par le marché. - Création de valeur signifie soit que l'amélioration du cours vient de la réduction de la décote soit que l'entreprise va réaliser son business qui est croissance. - Post-opération, le price to book (PBR) augmentera. - Autres indicateurs d'évaluation des actions : PER et les ratios liés à l'EBIT. 		
--	--	--	--	--

Tableau 26 : Les résultats d'analyse de sens du deuxième entretien (avec le gestionnaire d'actifs spécialiste)

4.2.1.5. La synthèse des résultats des analyses de sens

Cette partie a pour objet de synthétiser les résultats des entretiens semi-directifs effectués. Ces entretiens ont été réalisés, afin de confronter les résultats de la réflexion de deux gestionnaires d'actifs au profil différent et d'en tirer des conclusions objectives. Par ailleurs, les résultats de ces entretiens permettront d'enrichir le modèle de la recherche. Concernant le profil des gestionnaires d'actifs interviewés, l'un est un spécialiste des actions et l'autre un gérant de la table des actions et des obligations. Ils sont caractérisés par une appétence au risque. Sur leur style de gestion, ils ont une préférence pour la gestion benchmarkée. Ils vont investir dans des sociétés de croissance. En conclusion, les analyses de sens effectuées confirment que les gestionnaires d'actifs ont une perception similaire de la stratégie de gestion des actions décotées.

Dans la page suivante, les différents résultats des entretiens semi-directifs sont présentés (tableau 27).

Résumé des résultats d'analyse des entretiens effectués

Profil du gestionnaire	Stratégie de gestion	Résultat de l'opération	Lecture optionnelle du bilan	Communication financière
<ul style="list-style-type: none"> - Existence de deux profils de gestionnaires d'actifs : transversal et spécialiste. - Profil classique. - Investisseur long. - Timing du contexte de l'opération. - Investissement dans les sociétés de croissance, de qualité et qui ne sont pas en difficulté. - En gestion : les actions et les obligations. 	<ul style="list-style-type: none"> - Existence de deux styles de gestion : benchmarké et value. - Pratique de la gestion benchmarkée. - Prise de décision suivant le trend du benchmark. - Gestion value adaptée aux actions décotées. - Choix de la gestion est fonction : du style et du poids d'investissement. - Stratégie non systématique sur les titres. - Valorisation du titre par l'analyse fondamentale. - Cession du titre : si la difficulté est structurelle, l'opération vouée à l'échec et s'il existe des éléments 	<ul style="list-style-type: none"> - Résultat positif est intéressant si l'opération a réussi, mais ça change pas toujours la perception sur ces titres. - Opération est dilutive. - Essence de l'opération c'est d'enlever l'échéance de la faillite et créer un appel d'air. - Choisir l'opération pour rehausser le cours et c'est un « bon signe ». - Cours grimpera et descendra rapidement, si le risque est structurel. - Création de la valeur signifie : anticipation sur la valorisation du potentiel du titre et réduction de la décote. - Actions décotées possèdent 	<ul style="list-style-type: none"> - L'augmentation de capital est un projet, un déclic qui influence la performance et le risque. - L'opération améliore le gearing. - L'opération valorise l'option d'achat et réduit l'option de vente. - L'augmentation de capital favorise le non exercice de l'option de vente. - La revalorisation de l'option d'achat est un signe rassurant. - Valeur temps est importante pour un titre décoté. Si elle est faible, ce n'est pas une inquiétude. - Valeur temps élevée, 	<ul style="list-style-type: none"> - La Communication est primordiale. - Communication est objective et s'adapte à la société en difficulté. - Rassure les actionnaires sur la dilution ainsi que les créanciers sur les difficultés réelles et sur le risque de la société. - Explique et reprecise le projet de recapitalisation. - Expose les mobiles et les finalités de l'opération. - Indique le besoin en cash. - Etre de qualité et transparente. - Avise la situation post-opération des covenants. - Relance la confiance entre

Résumé des résultats d'analyse des entretiens effectués (Suite)

Profil du gestionnaire	Stratégie de gestion	Résultat de l'opération	Lecture optionnelle du bilan	Communication financière
	<p>tangibles : défaillance, dépôt du bilan, profit warning, cours à la baisse et risqué.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Baisse du cours expliquée par les raisons irrationnelles : craintes, rumeurs et risque d'augmentation de capital. - Conservation du titre, s'il a un potentiel de rebondissement et n'est pas décoté pour des raisons structurelles. - Achat du titre, si la décote est flagrante, injustifiée et a un potentiel de croissance. - Intéressement pour ce titre s'il a un potentiel de rebond et si la difficulté est identifiée et réglable. - Investissement dans ce titre est un métier de spécialistes. 	<p>un potentiel de croissance.</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'opération est une opportunité s'il y a un déclic sinon c'est un danger. - L'opération est neutre pour l'actionnaire, s'il est dilué. - Le majoritaire est le gagnant, car sa société est sauvée sur le long-terme. Sur le court-terme, il est le perdant, car il la sauvegarde. - Le minoritaire est gagnant car l'opération est une forte valeur ajoutée qui améliore le cours, le gearing et assure les synergies. - Souscription implique un partage des risques. - Sous-performance est à gérer, car c'est un problème 	<p>correspond à un cours supérieur post-opération.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les autres effets de l'augmentation de capital sont : les changements d'anticipation, le transfert de richesse et de risque. - Prime de risque est importante pour l'entreprise en difficulté. - Prime de risque importante signifie valeur faible et c'est inintéressant sauf intrinsèquement. - Observation de la redynamisation des relations des acteurs post-opération. 	<p>le minoritaire et dirigeant convaincant et communicant.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Est destinée aux actionnaires prioritairement, aux créanciers et à l'investisseur potentiel à venir.

Résumé des résultats d'analyse des entretiens effectués (Suite)

Profil du gestionnaire	Stratégie de gestion	Résultat de l'opération	Lecture optionnelle du bilan	Communication financière
	- Protection du portefeuille pour les titres décotés par : la diminution de son exposition et par l'arbitrage des valeurs cycliques et défensives.	commercial. - Pré-opération, la décote est continue et le résultat ne peut pas être positif sauf si elle vise le remboursement des dettes. - Souscription aux titres décotés à l'annonce et post opération. - Post-opération, le price to book (PBR) augmentera.		

Tableau 27 : La synthèse des résultats des analyses de sens des entretiens semi-directifs effectués.

Commentaires : Suivant ce tableau récapitulatif des résultats d'analyses de sens, il y a lieu de conclure que les interviewés sont des gestionnaires d'actifs classiques, l'un est transversal c'est à dire qu'il gère les actions et les obligations et l'autre ne gère que les actions. Ils pratiquent la gestion benchmarkée. Leur stratégie de gestion consiste à investir dans des actions de croissance de qualité supérieure et non dans des actions en difficulté. En effet, la gestion des actions en difficulté ou décotées est un métier des spécialistes par exemple des hedge funds. Sur la création de valeur observée, elle intéressante pour l'investisseur mais ça ne change forcément pas la perception du gérant, car elle est liée à l'enlèvement de l'échéance de la faillite ou à la réduction de la décote. Il convient de noter que la souscription est préférable post-opération. Concernant la communication, elle doit être primordiale et destinée prioritairement aux actionnaires puis aux créanciers. Passons à présent à l'analyse lexicale.

4.2.2. L'analyse lexicale textuelle

L'analyse lexicale textuelle a pour objet d'analyser le discours des gestionnaires d'actifs interviewés à partir des données textuelles. Par ailleurs, à partir de cette analyse, nous allons étudier le marché financier des gestionnaires d'actifs ou plus précisément leurs réactions face à la gestion des actions décotées. Cette méthode d'analyse est complémentaire aux analyses de sens effectuées. En effet, elle vient confirmer les affirmations attribuées au propos des gestionnaires d'actifs. Elle va donc permettre de rajouter des appréciations. Le fonctionnement de l'analyse lexicale textuelle consiste à identifier les uce les plus significatives dans leurs classes et d'en donner un sens, chose que ne fait pas l'analyse de sens. **C'est une mesure statistique qui permet de confirmer les analyses de sens.** La réalisation de l'analyse lexicale permet de représenter les classes de données sur un repère à travers les deux axes les plus représentatifs de l'étude. **Elle revêt donc un intérêt fondamental dans la triangulation, car elle élucide les données et apporte une mesure statistique de l'analyse de ces données (uce) en complément de l'analyse de sens.** Maintenant, il convient de procéder à la réalisation technique de l'analyse lexicale textuelle. L'objet de cette étude est d'analyser la stratégie de gestion des actions décotées et l'augmentation de capital réalisée en contexte difficile par les gestionnaires d'actifs. Il s'agit plus particulièrement d'étudier le marché financier des gestionnaires d'actifs en contexte difficile.

Le lancement de l'analyse lexicale a permis de mobiliser le logiciel lexico-métrique « Alceste 2012 Plus ». Ce logiciel est utilisé afin d'analyser un corpus de données. Alceste a décomposé le corpus en quatre classes, regroupant 235 des 346 unités de contexte élémentaires (uce), soient 68% d'uce classées. Les 68% représentent les unités textuelles du corpus qui ont été classées ou l'indice de pertinence (IP). Les 32% représentent celles qui ont été rejetées de l'analyse. Les unités classées sont réparties par la méthodologie Alceste en groupes ou classes d'énoncés significatifs. Chaque classe est numérotée et coloriée suivant l'ordre d'apparition dans la classification, puis schématisée par des petites pastilles réunies dans un graphique appelé rectangle des spécificités. Ce rectangle des spécificités indique la taille et l'importance de la classe.

Dans la page suivante, est présenté le tableau (tableau 28) qui contient les mots significatifs par classe. Ce tableau (tableau 28) regroupe les résultats de l'analyse lexicale textuelle. Après la présentation de ses résultats, nous procéderons à l'interprétation des axes et des classes.

4.2.2.1. Les résultats de l'analyse lexicale textuelle

Les résultats de l'analyse lexicale textuelle de cette recherche sont présentés dans le tableau (tableau 28) ci-dessous. Ils seront suivis par l'interprétation des axes et des classes de l'analyse lexicale.

Analyse lexicale : 4 classes
<p>Classe 1 (36 % des énoncés classés) – La spécificité du style benchmarké du gérant</p> <p>Concepts relatifs au profil, style et à la stratégie de gestion du gérant. Vocabulaire spécifique de la classe : Gestion+(4), benchmark+(28), gérer+(11), gérant+(13), prendre+(29), portefeuille+(20), cote+(13), risque+(38), performance+(10), flux+(13), option+(19), asymétrique+(9), futur+(7), tracking-erreur+(6), exposition+(6), OPCVM+(10).</p>
<p>Classe 2 (35 % des uce) – L'utilité de la communication financière pour les sociétés</p> <p>Termes liés aux sociétés, aux bénéficiaires de la communication (actionnaires et créanciers), au projet et à sa finalité. Vocabulaire spécifique de la classe : Difficulté+(34), projet+(25), communication+(16), société+(50), créance+(17), rassurer+(15), minoritaire+(8), entreprise+(23), actionnaire+(22), investisseur+(18), relancer+(5), restructurer+(5), actionnaire majoritaire+(5).</p>
<p>Classe 3 (14 % des uce) – La performance et les indicateurs de la difficulté</p> <p>Concepts liés à la difficulté. Vocabulaire spécifique de la classe : Décide+(8), entrée+(7), rester+(8), appréciation+(5), titre+(20), vendu+(4), penser+(8), structurelle+(4), price to book+(4), business+(5), fort+(8), exemple+(8), considérer+(5), barrière+(4), conjoncturel+(3), croissance+(3).</p>
<p>Classe 4 (15 % des uce) – Les conséquences de l'augmentation de capital</p> <p>Concepts liés aux effets de l'augmentation de capital. Vocabulaire spécifique de la classe : stress_financier+(22), boite+(11), augmentation_capital+(30), positif+(9), décote+(23), stress+(7), réserve+(6), résultat+(7), dette+(12), enlever+(4), capital+(7), situation+(10), rembourser+(7), lever+(5), endetter+(3), diluer+(4), annonce+(5), covenants bancaires+(3).</p>

Tableau 28 : Les résultats de l'analyse lexicale

L'analyse lexicale est fondamentale. Elle rend possible l'analyse d'un discours. Elle est complète et propose des outils lexicaux tels que : l'analyse factorielle en coordonnées (AFC). L'AFC ajoute des appréciations et elle se base sur des uce significatives du corpus. Elle a pour objet de former deux plans (ou axes) à interpréter sur un repère. Ainsi, la description des plans (ou axes) et des classes est donnée ci-dessous.

4.2.2.2. L'interprétation des axes et des classes de l'analyse lexicale

Sur l'interprétation des axes de l'analyse lexicale, il convient de retenir :

➤ **Dans l'axe 1** : 38% de la variance constatée est expliquée. Cet axe conforte la gestion benchmarkée comme style de gestion des gestionnaires d'actifs interviewés. **Cet axe a été dénommé : « style benchmarké »**. Par ailleurs, les mots qui se rapprochent de cet axe sont : gestion, benchmark, performance, risque, capital, dette, stress financier, résultat, décote, stress. L'utilité de cet axe est qu'il permet de préciser la stratégie de gestion des gestionnaires d'actifs.

➤ **Dans l'axe 2** : 33% de la variance constatée est expliquée. **Cet axe a été désigné : « indice de confiance »**. Il met en exergue l'importance significative de la communication financière pour le projet d'augmentation de capital, pour la société, pour les actionnaires et pour les créanciers. Il précise également les indicateurs de performance en contexte difficile. Les mots qui expliquent cet axe sont ceux qui l'approchent davantage à savoir : la difficulté, la communication, la créance, la société, l'entreprise, le price to book, structurelle.

Sur l'analyse des classes, il convient de souligner les appréciations suivantes :

➤ **La classe 1** : Elle représente 36% des uce classées soient 25% du corpus initial. **Cette classe est la plus homogène, la plus spécifique et la plus représentative de l'analyse lexicale de par son vocabulaire**. Elle se distingue des autres classes dans l'arbre de classification. Elle est formée des mots tels que : gestion, benchmark, gérer, gérant, portefeuille, coté. Cette classe regroupe les variables qui confortent le profil et la stratégie de gestion des gestionnaires d'actifs. **Cette classé a été dénommée : « spécificité du style benchmarké du gérant »**. Les gestionnaires d'actifs reconnaissent l'utilité du style value. Selon eux, le style value convient aux actions décotées. Ils précisent néanmoins ne pas en

faire usage. Concernant la gestion benchmarkée, elle évalue l'intérêt du titre en fonction de son risque et du trend du benchmark (ou de l'indice de référence). Le potentiel du titre est mesuré à travers l'analyse fondamentale. L'analyse de cette classe distingue deux variables qui sont fortement corrélées par rapport à l'ensemble de la classe. Ces variables sont : la gestion et le benchmark.

➤ **La classe 2** : Elle est la deuxième la plus représentative avec 35% des unités textuelles classées soient 24% du corpus initial. Elle se caractérise par des mots significatifs tels que : difficulté, projet, communication, société, créance. **Cette classe valide l'importance de la communication financière pour le projet d'augmentation de capital (ou de recapitalisation), pour la société, pour les actionnaires et pour les créanciers.** Cette classe a été appelée : « l'utilité de la communication financière pour les sociétés ». Concernant la classification des uce, certaines sont corrélées par rapport à l'ensemble des variables de la classe. Ces variables sont significatives et corroborent l'importance de la communication financière pour les actionnaires minoritaires et les autres investisseurs potentiels ayant une influence sur le projet de recapitalisation. Il convient de noter que la communication a pour objet de rassurer les partenaires de la société sur les difficultés réelles de la société, sur les mobiles et sur la finalité de l'opération. Elle est fondamentale pour la réussite de l'opération. Les deux classes qui suivent sont les moins spécifiques et les moins représentatives de cette analyse lexicale.

➤ **Classe 3** : Elle valide 14% des uce classées soit 10% du corpus initial. Elle affiche les mots significatifs suivants : décider, entrée, rester, appréciation, structurelle, conjoncturel, price to book. Cette classe énonce la nature de la difficulté et les indicateurs de performance. Sur la difficulté, elle peut être structurelle ou conjoncturelle et peut influencer la réussite du projet. Par ailleurs, la difficulté peut être décelée par le seuil du price to book (PBR). Le PBR peut également désigner l'anticipation de la valorisation future du titre. **Cette classe, nous l'avons appelée : « la performance et les indicateurs de la difficulté ».**

➤ **Classe 4** : Elle représente 15% des uce classées soit 9% du corpus initial. Elle est composée des mots suivants : stress_financier, boite, augmentation_capital, positif, décote, stress, résultat, dette, capital, diluer. **Cette classe a été dénommée : « les conséquences de l'augmentation de capital ».** Elle conforte le choix du financement par augmentation de capital en contexte difficile et conçoit que ce dernier favorise l'amélioration de la décote, le

remboursement des dettes et la création de valeur actionnariale. Malgré tout, ce financement dilue les actionnaires.

4.2.2.3. L'analyse factorielle en coordonnées (AFC)

La triangulation conforte le concept d'augmentation de capital sur la base des éléments suivants :

- *de la spécificité du style benchmarké du gérant ;*
- *de l'utilité de la communication financière pour les sociétés ;*
- *de la performance et les indicateurs de la difficulté ;*
- *des conséquences de l'augmentation de capital.*

La triangulation permet la convergence des résultats des analyses développées. **En effet, l'apport de la triangulation par rapport aux effets d'annonce s'explique par l'observation et la confirmation des résultats des analyses de sens et lexicales.** Parmi les résultats constatés, il y a la confirmation de l'affirmation de la création de valeur et de la période de souscription des actions. La souscription des actions est préférable post-augmentation de capital, d'après les gestionnaires d'actifs. L'autre résultat est relatif au style de gestion value qui convient à la stratégie de gestion des actions décotées. Les analyses ont permis de constater que l'augmentation de capital réduit la décote du cours et enlève l'échéance de la faillite. Elle permet également de revaloriser l'option d'achat des capitaux propres en réduisant l'option de vente sur les actifs de la société. L'autre apport de la triangulation est lié à l'intérêt de la communication financière. La triangulation insiste sur la communication financière. Elle est centrale dans la réalisation et dans la réussite de l'augmentation de capital. L'analyse lexicale a également attesté le style de gestion benchmarké comme le style de gestion des gestionnaires d'actifs interviewés. L'analyse en profondeur de la gestion benchmarkée et de la gestion value constitue une piste de recherche.

Par ailleurs, il convient de noter que les éléments confirmatoires de l'analyse lexicale ont permis d'établir l'analyse factorielle en coordonnées (AFC). L'AFC est construite autour de deux axes qui regroupent les unités textuelles classées. Ces axes sont :

- L'axe 1 : style de gestion ;

- L'axe 2 : indice de confiance.

Dans la page suivante, l'AFC est présentée (figure 15). L'AFC est un outil complémentaire qui ajoute des appréciations, qui confirme la fiabilité et la validité des données. **Son utilité par rapport à cette recherche est liée à son apport sur la confirmation des affirmations des analyses de sens et des analyses quantitatives.** En effet, l'AFC a apporté une lecture confirmatoire aux affirmations des questionnaires d'actifs. Elle a permis de représenter sur les axes les unités textuelles déjà observées dans les analyses de sens. Ces unités sont les plus significatives. Elles sont regroupées dans des classes. L'AFC est donc à l'origine de la confirmation des résultats de l'analyse quantitative à partir des indicateurs de performance et de difficulté. Ainsi, l'ensemble des résultats qualitatifs et quantitatifs serviront à enrichir le modèle général de la recherche. C'est l'objet du titre suivant.

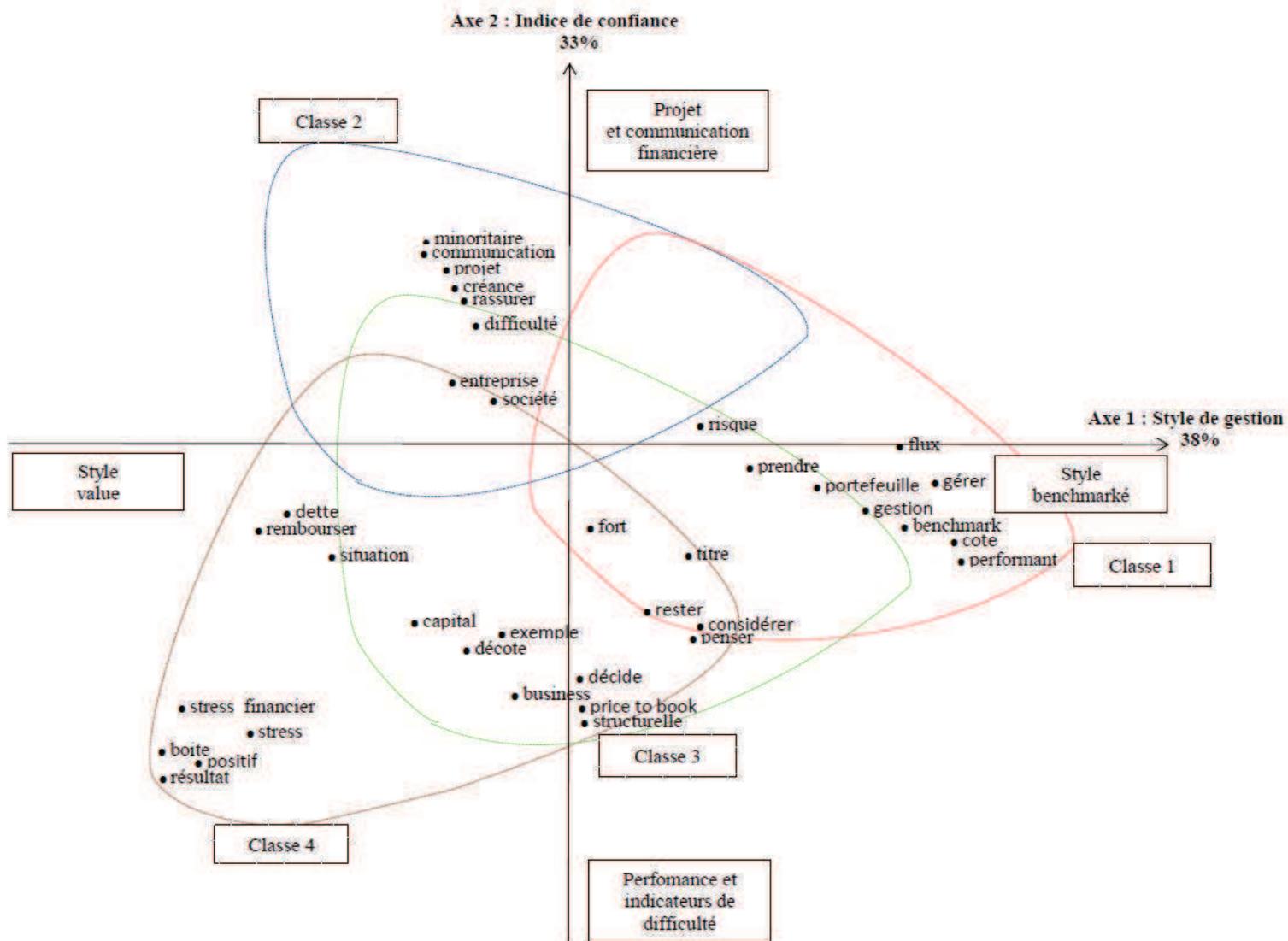


Figure 15 : Les résultats de l'analyse factorielle en coordonnées (AFC)

4.3. Section n° 3 : Synthèse et discussion

Cette section vise à présenter le modèle de la recherche et la discussion des résultats. Le modèle construit porte sur la gestion des actions décotées. **Cette modélisation théorique résume le cheminement qu'a emprunté cette recherche d'une part, avance un modèle de lecture, d'analyse de la gestion des actions décotées utile pour le théoricien et pour le praticien d'autre part.** L'établissement de ce modèle tient compte des résultats des analyses quantitatives et qualitatives. Les analyses quantitatives ont porté sur les analyses comptables, financières, boursières et sur les effets d'annonce confirmatoires étudiés dans le chapitre 3. Les analyses qualitatives ont constitué l'essentiel du chapitre 4. Elles ont permis d'étudier la perception des gestionnaires d'actifs sur la gestion des actions décotées.

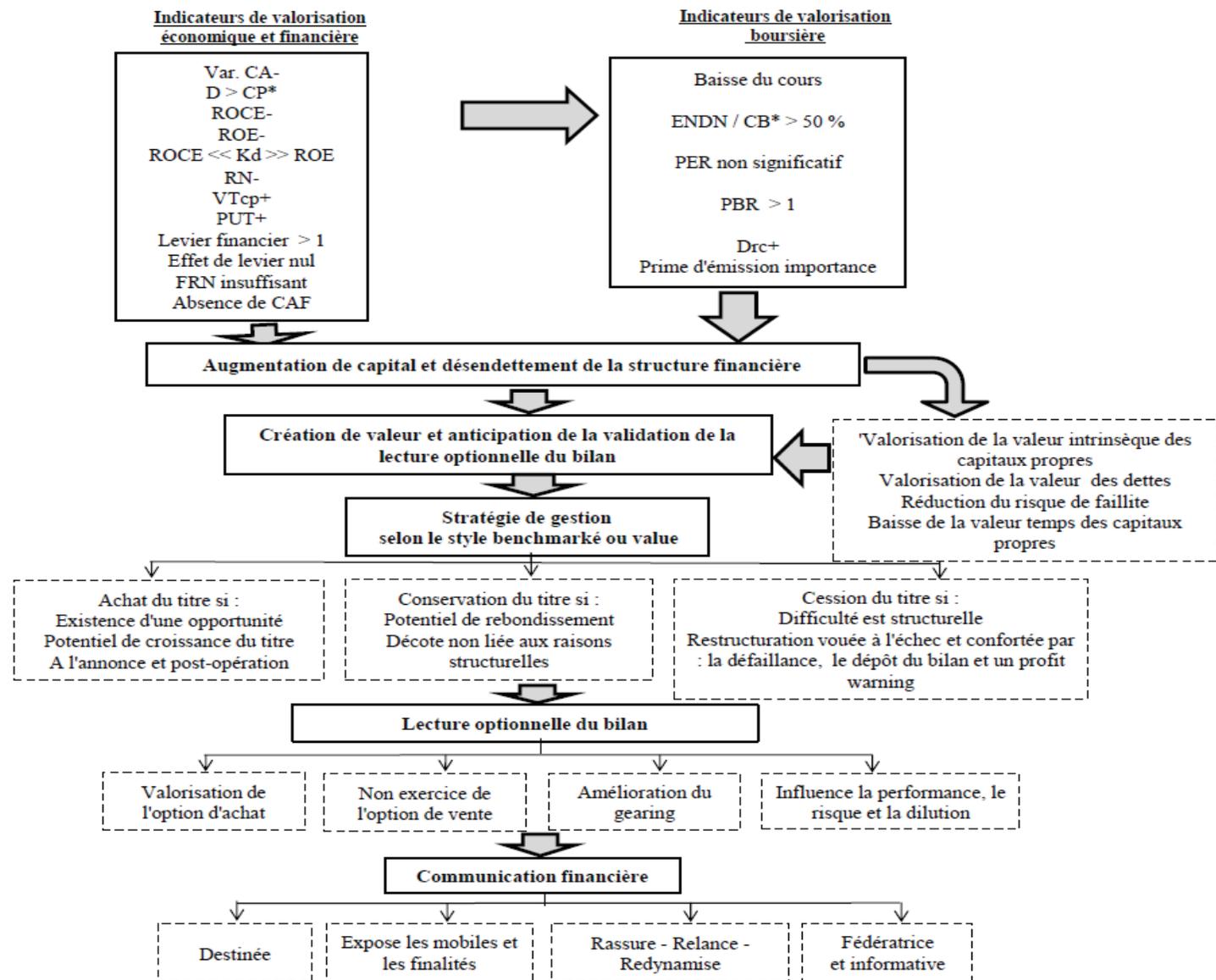
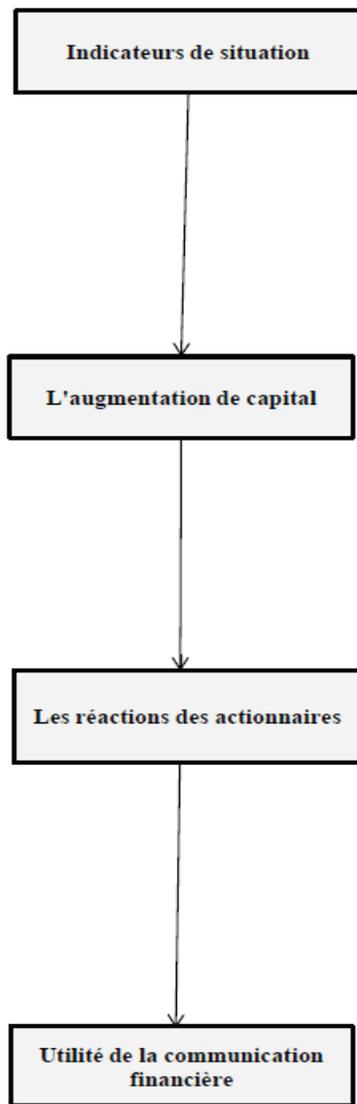
De manière plus détaillée, il convient de préciser que les analyses comptables, financières et boursières ont permis de mettre en évidence les indicateurs de la difficulté d'entreprise et les effets optionnels de l'augmentation de capital tels que : la revalorisation de la valeur de l'option d'achat des actionnaires anciens, le non exercice de l'option de vente détenue par les actionnaires anciens et l'enlèvement du risque de faillite. Sur les résultats des études d'événement, il convient de noter qu'elles ont mis en évidence la création de valeur actionnariale. Sur les analyses qualitatives, les résultats ont révélé l'existence de deux styles de gestion (benchmarké et value), l'utilité de la communication financière pour le projet et pour les actionnaires, les indicateurs de la difficulté d'entreprise et les conséquences de l'augmentation de capital. **En définitive, tous ces résultats permettent à travers une synthèse d'aboutir à la conception du modèle de la gestion des actions décotées.**

Maintenant, il convient de présenter et d'analyser le modèle général de la recherche doctorale.

4.3.1. La présentation du modèle de la recherche

La construction du modèle (figure 16) insiste sur les indicateurs de difficulté (indicateurs de situation), sur la problématique de recherche (l'augmentation de capital), plus précisément sur le résultat de la création de valeur de l'augmentation de capital, sur les résultats des effets optionnels de l'augmentation de capital et sur les résultats de l'analyse lexicale (les réactions des actionnaires et la communication financière). La page suivante présente le modèle général de la recherche (figure 16).

Figure 16 : Le modèle de la recherche sur la gestion des actions décotées (page 217).



4.3.2. L'analyse du modèle de la recherche

L'analyse du modèle général de la recherche est architecturée en quatre étapes. Ces étapes sont :

- *Les indicateurs de situation (étape 1);*
- *Les effets de l'augmentation de capital (étape 2);*
- *Les réactions des actionnaires (étape 3) ;*
- *L'utilité de la communication financière (étape 4).*

➤ **Etape 1 :** Cette étape contextualise l'objet de recherche à partir des indicateurs de la difficulté financière. En effet, la contextualisation permet de délimiter le sujet de recherche. La contextualisation du sujet a été effectuée à partir des données du chapitre 1 et du chapitre 2 (chapitre exploratoire). La délimitation du sujet a permis de profiler la société en situation difficile. Elle a également permis de conforter la problématique de recherche et a énoncé la méthodologie de recherche.

Concernant les variables économiques, financières et boursières qui ont été mobilisées pour cerner les difficultés, il y a : la baisse du chiffre d'affaires, le levier financier supérieur à 1 voire son inexistence si les capitaux propres sont nuls, l'observation d'un coût d'endettement élevé, la réalisation des performances déficitaires liées au résultat net négatif, les rentabilités économique et financière négatives, la présence d'un PER non significatif, la constatation d'un PBR significatif qui laisse présager une amélioration de la situation post-recapitalisation. Le PBR traduit une anticipation de la création de valeur post-augmentation de capital. C'est un signe rassurant pour les actionnaires anciens de la société. L'opération d'augmentation de capital permet d'assurer le désendettement de la structure de financement par le biais de son produit d'émission. En revanche, le désendettement est perçu favorablement car il enlève la pression temporelle qui pèse sur les actionnaires puisque le risque de faillite est enlevé. Les autres effets de l'augmentation de capital sont liés à la valorisation de la valeur intrinsèque des capitaux propres et des dettes. Suivant le contexte difficile d'étude, l'augmentation de capital, nous l'avons qualifiée : « d'opération obligée », car sans elle la société tomberait en faillite.

Cette première étape est cruciale. Elle a permis d'identifier les indicateurs de difficulté et d'explorer la méthodologie de recherche. Cette méthodologie d'étude d'événement a été développée à partir d'un cas exploratoire. Elle a été généralisée dans le chapitre 3 à partir d'un échantillon plus large. Cette méthodologie est essentiellement quantitative. Elle a pour but de mesurer l'impact de l'augmentation de capital sur le cours de la société. Elle certifie la création ou la destruction de la valeur actionnariale comme résultat de l'opération. L'étape suivante vise à expliquer le résultat de l'étude d'événement.

➤ **Etape 2 :** Elle vise à analyser l'impact de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale. L'étude réalisée est confirmatoire. Elle a été effectuée à partir d'un échantillon de 30 sociétés en difficulté. Ces sociétés ont réalisé des augmentations de capital destinées au remboursement des dettes. L'analyse de l'impact ou des effets d'annonce de l'augmentation a été rendue possible à partir de la méthodologie d'étude d'événement. Il convient de souligner que l'échantillon de 30 sociétés est accepté scientifiquement, afin d'attester la fiabilité, la significativité des résultats et de permettre leur généralisation.

Le rôle des études d'événement est de mesurer les changements d'anticipation des investisseurs, observés autour de l'annonce de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale. Suivant les changements d'anticipation, le cours oscillera à la hausse si le changement d'anticipation est positif et il baissera s'il est négatif. Les différentes influences qui s'abattent sur le cours peuvent provenir : des rumeurs, des erreurs stratégiques, de la mauvaise interprétation du cours par le marché, de l'annonce des warnings voire des indicateurs de difficulté. **En ce qui concerne l'étude d'événement de cette recherche, elle a mis en évidence le résultat de la création de valeur (CV) actionnariale sur l'ensemble de la fenêtre d'observation.** Ce résultat traduit les anticipations positives que les investisseurs ont manifesté. Ce résultat n'est pas surprenant compte tenu du motif de l'augmentation de capital qui vise le désendettement et l'enlèvement du risque de faillite. Le désendettement véhicule un signal positif. Il est perçu favorablement par les créanciers, car il réduit la pression créancière qui pèse sur les actionnaires d'une part. Le désendettement permet également d'augmenter la survie de la société d'autre part. Financièrement, le désendettement de la structure financière permet d'augmenter l'autonomie et la flexibilité financière de la société. **Cependant, le désendettement est favorable en contexte difficile d'entreprise et non en contexte normal, car il l'a un effet direct sur l'effet de levier.** Ainsi, l'interprétation que revêt la création de valeur (CV) est plurielle. **L'une des explications consiste à**

considérer la création de valeur comme une anticipation du potentiel de création de valeur. Elle est également synonyme de l'anticipation des réactions positives des investisseurs. Cette interprétation de la création de valeur signifie que les investisseurs espèrent la réussite du plan de recapitalisation et de la situation post-recapitalisation (post-augmentation de capital). La création de valeur s'explique également par la présence des options de croissance des actions décotées. Le PBR peut traduire ces options, car il mesure la valorisation future du cours. La théorie de la lecture optionnelle du bilan a confirmé les prédictions de création de valeur et des options de croissance. L'opération d'augmentation de capital est créatrice de valeur et il est préférable de souscrire post-opération. Les constatations relevées ci-dessus sur la création de valeur, proviennent de l'approche quantitative. Intéressons-nous à présent à l'analyse de la création de valeur selon l'approche qualitative.

A partir des analyses qualitatives, nous avons observé qu'en contexte difficile, le choix de l'augmentation de capital destinée au désendettement est : un « bon signe ». L'essence même de cette opération est l'enlèvement de la décote financière. Il s'agit d'un résultat qui intéresse les investisseurs. Les autres attributs de cette opération sont : l'amélioration du cours, l'amélioration du gearing et la création des synergies. Selon les gestionnaires d'actifs, l'amélioration du cours est soit liée à la réduction de la décote auquel cas ce n'est pas une option de croissance, soit liée au business plan qui est un business croissance. Les gestionnaires d'actifs conçoivent que si l'augmentation de capital enlève la décote financière du cours, elle ne sauve forcément pas la société de sa situation difficile, mais elle crée un appel d'air. Par ailleurs, il convient de noter que les augmentations de capital sont dilutives, malgré leurs bons mobiles. Elles sont considérées comme des opportunités de financement. Elles constituent un danger si elles ne présentent pas de déclic. **A noter que la perte éventuelle ou la baisse du cours constatée, est liée à la mesure de la dilution et réciproquement la revalorisation du cours est une mesure de la compensation de la dilution.** Sur la performance du cours observée post-augmentation de capital, le rendement grimpera et redescendra rapidement si le stress est structurel. L'étape suivante tente d'élucider l'intérêt de la lecture optionnelle du bilan.

➤ **Etape 3 :** Cette partie tente de montrer l'intérêt de la lecture optionnelle du bilan pour la gestion des actions décotées. Selon les gestionnaires d'actifs, les actions décotées ont un potentiel de croissance. Elles peuvent s'analyser comme des opportunités d'investissement. Ces gestionnaires d'actifs affirment, qu'ils investiront dans les actions décotées si elles

possèdent un potentiel de croissance, à l'annonce ou post-opération. Ils conserveront ces actions décotées dans leur portefeuille de titres, si elles ont un potentiel de rebondissement et si leur décote n'est pas liée aux raisons structurelles. Ils conçoivent que la cession des actions décotées est possible si la difficulté est structurelle et s'il existe un élément de défaillance tangible (exemple dépôt du bilan, profit warning). En effet, les gestionnaires d'actifs considèrent que les actions décotées sont des cas de gestion exceptionnels, c'est-à-dire qu'elles possèdent un potentiel de valorisation ou de rebond assez important. Ils conçoivent que ce potentiel de rebond ou de valorisation doit inciter les investisseurs à souscrire aux actions décotées. Les gestionnaires d'actifs ont précisé que le style benchmarké est leur style de gestion

Sur l'intérêt de la lecture optionnelle du bilan, il convient de souligner les résultats avancés par les analyses de sens. Parmi ses résultats, il y a la valorisation de la valeur de l'option d'achat (ou des capitaux propres). Il y a également le non exercice de l'option de vente détenue par les actionnaires. Les autres résultats sont relatifs à l'amélioration du gearing. Ce résultat s'explique par le fait que l'acheteur d'une option d'achat influence le gearing et son vendeur joue la dévalorisation du titre. Il convient également de noter que l'augmentation de capital influence la performance, les risques et la dilution. **Ces différentes explications nous conduisent à conclure que l'augmentation de capital valorise la valeur intrinsèque des capitaux propres et la valeur des créances, en réduisant par conséquent le risque de faillite.** Par ailleurs, nous notons qu'un actionnaire ancien satisfait du plan de recapitalisation souscrira à l'émission d'actions nouvelles afin de sauver la société, tandis qu'un actionnaire mécontent sera plutôt tenté de céder sa position dans le capital. Il est utile d'affirmer que l'essence de l'augmentation de capital, c'est de limiter la dilution et de conforter les raisons financières et industrielles de la recapitalisation. **Le fait que l'option de vente ne soit pas exercée signifie que le projet a du sens, est performant et qui dit performance dit changement d'anticipation positive.** A présent, décrivons l'utilité de la communication financière pour ces sociétés en difficulté.

Etape 4 : L'opération d'augmentation de capital s'assimile à un projet performant qui a du sens. Le projet n'a du sens que s'il est fédérateur et s'il intéresse les investisseurs. Il doit être lié à une communication efficace qui s'adapte à la société et c'est l'objet de la présente étape. La communication est un outil primordial et privilégié dans le lancement de l'augmentation du capital. Selon les gestionnaires d'actifs, les attributs de la communication financière sont

nombreux. Par exemple, la communication est destinée prioritairement à l'actionnaire ancien. En effet, l'actionnaire ancien est un acteur majeur dans la réussite du projet d'augmentation de capital. La communication est adressée à l'Etat, s'il est un destinataire privilégié ou un investisseur potentiel futur. Le salarié est un acteur privilégié et elle lui est destinée si la société est en ISR (investissement socialement responsable). La communication a également pour objet d'exposer les mobiles et les finalités de l'opération. Le but est de rassurer sur les mobiles industriels et économiques de l'opération. La communication vise donc à rassurer les partenaires de la société sur la situation actuelle et post opération. Ainsi, la communication permet de relancer la confiance entre l'actionnaire minoritaire et le dirigeant convaincant et communicant. Elle doit aussi permettre la redynamisation des relations entre les partenaires, en favorisant les échanges.

Nous notons que la communication doit par ailleurs être fédératrice et informative. Elle est avant tout informative parce qu'elle s'adapte à la situation de la société. Cette communication informative doit être transparente et de qualité. Elle doit également être fédératrice et séduisante. Selon les gestionnaires d'actifs, la communication va fédérer les partenaires à la réalisation de l'augmentation de capital, si l'opération tente de réduire la pression potentielle des créanciers sur la société. La communication est aussi utile, car elle renseigne sur la qualité des titres. Il y a lieu de noter que les actions et les dettes sont des titres corrélés. Ainsi, la valorisation de l'entreprise côté actionnaire peu à un certain moment refléter le rating obligataire ou vice versa, sachant que l'actionnaire à une vision plus large que le rating obligataire. La communication reflète donc la valorisation des titres.

En conclusion, l'apport de la communication dans la réussite du projet est indéniable. Les quatre étapes mentionnées expliquent le modèle général de la recherche.

4.3.1. Synthèse et discussion de la recherche

Ce projet de recherche sur la gestion des actions décotées est issu d'une recherche sur le financement des sociétés en difficulté. Ce projet de recherche se situe dans le prolongement des travaux de DeAngelo, DeAngelo et Stulz (2010). Ces auteurs ont justifié le lancement des augmentations de capital par la recherche des liquidités. Cette recherche doctorale s'aligne également sur les travaux de Ginglinger (1984). Dans ses travaux, l'auteur a exprimé que 17,7% des augmentations de capital sont effectuées par des sociétés très endettées qui se voient contraintes d'augmenter leurs fonds propres, afin d'éponger leurs pertes, de

reconstituer leur fonds de roulement et de créer un nouvel équilibre de leur structure financière. L'auteur affirme que les augmentations de capital sont lancées pour franchir un « cap difficile ». Ainsi, dans le cadre de cette synthèse nous allons confronter les apports théoriques et empiriques de notre recherche par rapport à ceux des autres auteurs. Cette synthèse tentera également d'affirmer les théories mobilisées et de les justifier. La théorie est l'ancrage théorique ou le paradigme scientifique qui permet de tester les objets de recherche. Il convient de noter que cette synthèse et discussion est un retour d'expérience sur la recherche effectuée. Le plan de cette partie s'articulera entre le but et les finalités de la recherche, son contexte, ses résultats, ses théories et ses pistes de recherche.

La recherche menée sur le financement des entreprises en difficulté a un objet prépondérant. Elle propose d'étudier l'augmentation de capital comme un projet de recapitalisation nécessaire pour faire face à la situation difficile des entreprises endettées qui ont un risque de casse de covenants. Ce projet de recapitalisation doit être bien ficelé, communiqué, publié et fédérateur. Sa finalité est la modélisation de la gestion des actions décotées. Nous étudions les conséquences de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale. Le produit d'émission de cette augmentation de capital est destiné au désendettement de la structure de financement. Le désendettement de la structure de financement permet de rétablir l'équilibre financier. Il existe des auteurs qui ont affirmé que le rétablissement de l'équilibre de la structure de financement, passerait par sa recapitalisation et par le remboursement de ses dettes (Plane et Pujals [2009] ; Gilson et al. [1990] ; Ginglinger [1984]). Ginglinger (1984), a affirmé que l'augmentation de capital est une opération de dernier recours. Elle est traduite « d'opération obligée » lorsqu'elle est réalisée en contexte difficile. Notre contexte d'étude est un contexte difficile ou particulier. En effet, il y a lieu d'affirmer qu'aucune étude sur les augmentations de capital en contexte difficile n'a été réalisée en France à notre connaissance. Maintenant, nous allons exposer les théories mobilisées ainsi que les résultats des analyses qualitatives et quantitatives.

Plusieurs théories peuvent expliquer les augmentations de capital. Nous avons notamment cité la théorie du besoin en liquidité. Les autres théories peuvent être : la théorie du trade-off, du pecking-order, du market timing et du cycle de vie. Ces théories n'ont pas été mobilisées dans cette recherche doctorale parce qu'elles ne répondent pas à nos questions de recherche. Concernant la théorie du trade-off, elle est à la recherche de l'existence de la structure optimale du capital. La théorie du pecking-order tente de classer les sources de financements. La théorie du pecking-order identifie l'augmentation de capital en dernier rang. Or, cette

recherche considère l'augmentation de capital comme une opération privilégiée et obligée. La théorie du market timing insiste sur un contexte boursier favorable pour permettre le lancement de l'augmentation du capital. En revanche, notre recherche est effectuée en contexte difficile. Concernant la théorie du cycle de vie, elle explique que les firmes matures se financeront par endettement et les plus jeunes par capitaux propres. La théorie du cycle de vie ne sera pas abordée dans notre recherche. Au sujet de la théorie d'agence, elle est utile pour analyser la relation bilatérale entre les agents. Elle élucide les coûts d'agence qui peuvent constituer les coûts de faillites. La théorie d'agence n'a pas été soumise à un test empirique dans cette recherche, car ses enseignements sont expliqués par la théorie de la lecture optionnelle du bilan. **Par ailleurs, les théories qui ont été choisies pour explorer l'objet de recherche sont : la théorie de la lecture optionnelle du bilan et la théorie de signalisation.** Ces théories ont donné lieu à des constats ou à des propositions qui ont permis de répondre à nos questions de recherche. Notre question de recherche principale est : quelles sont les conséquences de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale. Ces conséquences ont été expliquées à partir des analyses quantitatives et qualitatives.

Concernant la théorie de signalisation, elle a permis d'étudier le signal véhiculé par les études d'événement confirmatoires. Un signal positif est synonyme de la création de valeur actionnariale. **Les résultats qui résultent de cette étude confirment la création de valeur actionnariale.** Cette constatation atteste que le lancement de l'augmentation du capital en contexte difficile, a eu un effet positif et a favorisé les anticipations positives des investisseurs. La création de valeur est probablement liée au potentiel de valorisation des actions décotées ou à la réduction de la décote voire à l'enlèvement du risque de faillite. Nous notons que la méthodologie d'événement a été mobilisée pour mesurer la création ou la destruction de la valeur actionnariale. La création de valeur traduit les changements d'anticipations positives, tandis que la destruction de valeur exprime les changements d'anticipations négatives. Selon les gestionnaires d'actifs, la destruction de valeur est observée avant le lancement de l'augmentation du capital, car à cet instant des influences s'abattent sur le cours et le font chuter. Les influences sont liées aux rumeurs, aux effets de la dilution et aux caractéristiques de l'augmentation de capital. Par ailleurs, il est possible que le résultat soit une création de valeur, pré-augmentation de capital, si l'opération vise le remboursement des dettes et l'arrivée d'un partenaire industriel (les gestionnaires d'actifs). Selon les gestionnaires d'actifs, la création de valeur est probablement observée post-augmentation de capital, car l'opération a eu lieu et la décote a été enlevée. Suivant les

explications proposées, il convient d'affirmer que la théorie de signalisation est adaptée à l'explication des augmentations de capital et au signal véhiculé par ces opérations. Nous avons notamment étudié le signal véhiculé par les augmentations de capital à partir des effets d'annonce confirmatoires dans le chapitre 3. En revanche, nous avons confirmé la création de valeur actionnariale pré et post-augmentation de capital. La théorie du signal comme son nom l'indique évalue le signal de l'opération mais ne traite pas des questions liées à l'endettement ou au désendettement. Les théories qui permettent de répondre à ces questions sont celles d'endettement et de la lecture optionnelle du bilan. La théorie d'endettement n'a pas été étudiée dans cette recherche.

Concernant la théorie de la lecture optionnelle du bilan, nous affirmons qu'elle est centrale dans cette recherche. Elle a été testée quantitativement puis analysée qualitativement. Ses résultats font référence à la valorisation de la valeur intrinsèque des capitaux propres, à la revalorisation de la valeur des dettes, au non exercice de l'option de vente et à la réduction du risque de faillite. Ces résultats nous permettent d'affirmer que la théorie de la lecture optionnelle du bilan est adaptée à l'explication des augmentations de capital réalisées en contexte difficile. En résumé, il convient d'admettre que la lecture optionnelle du bilan assure la revalorisation des options de l'actif économique et permet d'appréhender la stratégie de gestion des actions décotées. Nous avons distingué deux styles de gestion qui permettent de se positionner sur des actions. Ces styles de gestion sont : le style benchmarké et le style value.

Sur les pistes de recherche et les limites du travail doctoral, nous pouvons anticiper en affirmant que la taille de l'échantillon des 30 cas est à élargir. Des nouveaux travaux pourraient consister à réaliser de nouvelles études d'événement avec un échantillon plus large. Il pourrait aussi s'agir de réaliser de nouveaux entretiens avec des partenaires divers qui ont un impact sur les augmentations de capital. Les apports de ce travail doctoral sont liés à la mobilisation des théories de signalisation et de la lecture optionnelle du bilan. Nous avons par ailleurs, mis en évidence la création de valeur actionnariale. Nous avons également proposé un modèle sur la gestion des actions décotées. Les apports théoriques, méthodologiques et managériaux vont être clairement explicités dans la conclusion générale.

Conclusion du chapitre 4

Ce chapitre a été rédigé dans l'objectif de présenter l'approche qualitative de cette recherche. L'approche qualitative est utile en sciences de gestion, car elle permet de mesurer les données qualitatives difficilement mesurables par les méthodes financières et statistiques. Cette approche sert à des fins d'approfondissement de la compréhension de l'objet de recherche (les augmentations du capital en situation difficile). Par ailleurs, dans ce chapitre 4 nous avons mesuré la perception des gestionnaires d'actifs sur l'opération d'augmentation de capital et sur la gestion des actions décotées. Il convient d'indiquer que cette approche qualitative est complémentaire à l'approche quantitative étudiée dans les chapitres qui ont précédé. L'imbrication de ces deux approches (quantitative et qualitative) constitue la triangulation des données. **Ainsi, à partir de notre démarche qualitative, nous avons :**

- Choisi d'interviewer les gestionnaires d'actifs ;
- Construit et utilisé un guide d'entretien unique pour tous les entretiens ;
- Réalisé des entretiens semi-directifs ;
- Utilisé un dictaphone pour enregistrer les entretiens ;
- Effectué des analyses de sens et lexicales textuelles ;
- Utilisé le logiciel Alceste qui permet l'analyse statistique des données qualitatives ;

La démarche qualitative a été présentée. Il convient maintenant d'exposer les résultats qui en ont résulté. A partir des analyses de sens, nous avons conclu sur :

- **Le profil des gestionnaires d'actifs interviewés.** Il est relativement classique, l'un est transversal et l'autre est un spécialiste ;

- **La stratégie de gestion des gestionnaires d'actifs.** Elle consiste à investir dans des actions de croissance, de qualité supérieure et non dans les actions décotées ;

- Le style de gestion des gestionnaires d'actifs interviewés est benchmarké. La prise de décision est fonction du trend du benchmark ;

- La gestion value. Elle convient à la gestion des actions décotées ;

- La cession du titre, si la difficulté est structurelle et s'il existe des éléments tangibles tels que : la défaillance, le dépôt du bilan, le profit warning, le cours en baisse ;

- La conservation du titre, s'il a un potentiel de rebondissement et n'est pas décoté pour des raisons structurelles ;

- L'achat du titre, si la décote est flagrante, injustifiée, à un potentiel de croissance et surtout si la difficulté est identifiée et réglable ;

- **Le résultat de l'opération.** La création de valeur est intéressante pour l'investisseur si l'opération a réussi, mais elle ne change pas toujours sa perception sur ces titres, car elle est liée à l'enlèvement de l'échéance de la faillite ou à la réduction de la décote ;

- L'opération d'augmentation de capital. Elle est dilutive. C'est une opportunité s'il existe un déclic sinon c'est un danger ;

- L'augmentation de capital. Elle est choisie pour rehausser le cours, c'est un bon signe, mais le cours grimpera et redescendra rapidement si le risque est structurel ;

- Le majoritaire, est le gagnant de l'opération, car sa société est sauvée sur le long-terme. Sur le court-terme, il est le perdant, car il la sauvegarde ;

- Le price to book (PBR). Il augmentera post-opération ;

- La souscription aux titres décotés, est préférable à l'annonce et post opération, car pré-opération la décote est continue et le résultat ne peut pas être positif, sauf si l'opération vise le remboursement des dettes ou l'arrivée d'un partenaire industriel ;

- **La lecture optionnelle du bilan.** L'opération améliore le gearing, valorise l'option d'achat, réduit l'option de vente et favorise le non exercice de l'option de vente ;

- La valeur temps faible n'est pas une inquiétude ;

- L'augmentation de capital favorise les changements d'anticipation, le transfert de richesse et de risque. Elle permet la redynamisation des relations des acteurs post-opération ;

- **La communication financière,** qu'elle est primordiale, destinée prioritairement aux actionnaires puis aux créanciers et à l'investisseur potentiel futur ;

- La communication doit expliquer, repréciser le projet de recapitalisation, exposer les mobiles et les finalités de l'opération, ainsi que le besoin en cash ;

- La communication doit être de qualité, transparente, objective et s'adapter à la société en difficulté ;

- La communication doit rassurer les actionnaires sur la dilution, ainsi que les créanciers sur les difficultés réelles de la société. Elle doit aviser la situation post-opération des covenants ;

- La communication doit relancer la confiance entre le minoritaire et le dirigeant convaincant et communiquant ;

Par ailleurs, à partir de l'analyse lexicale textuelle, nous avons :

- Identifié les unités textuelles les plus significatives dans quatre classes distinctes :

- La classe 1 est la plus homogène, la plus spécifique et la plus représentative de l'analyse lexicale de par son vocabulaire. Elle regroupe les variables qui confortent le profil et la stratégie de gestion des gestionnaires d'actifs. Nous l'avons dénommée : « la spécificité du style benchmarké du gérant » ;

- La classe 2 est la deuxième la plus représentative du corpus initial et elle valide l'importance de la communication financière pour le projet de recapitalisation. Elle a été désignée par : « l'utilité de la communication financière pour les sociétés » ;

- La classe 3 est la troisième la plus représentative. Elle énonce la nature de la difficulté et les indicateurs de performance. Nous l'avons appelée : « la performance et les indicateurs de la difficulté » ;

- La classe 4 est la dernière de l'analyse lexicale. Elle a été dénommée : « les conséquences de l'augmentation de capital » ;

- Identifié deux axes du repère permettant de former l'analyse factorielle en coordonnées (AFC). L'axe 1 conforte la gestion benchmarkée comme le style de gestion des gestionnaires d'actifs. Nous l'avons dénommé « style de gestion benchmarké ». L'axe 2 met en exergue l'importance significative de la communication financière. Nous l'avons désigné : « indice de confiance » ;

- Etabli l'analyse factorielle en coordonnées (AFC) à partir des éléments confirmatoires de l'analyse lexicale ;

- Conforté la triangulation des données sur la base des éléments suivants : la spécificité du style benchmarké du gérant, les indicateur de situation, les effets de l'augmentation de capital, les réactions des actionnaires et l'utilité de la communication financière ;

- Construit un modèle général de la recherche.

Conclusion du titre 2

Le deuxième titre de cette thèse s'achève. Son objet était de présenter les résultats de cette recherche scientifique, contrairement au premier titre qui a permis d'exposer le cadre conceptuel et la méthodologie de la recherche.

Dans ce titre plus précisément dans le chapitre 3, nous avons mesuré les effets d'annonce des augmentations de capital réalisées en situation difficile. Pour y parvenir, nous avons mobilisé la méthodologie d'étude d'événement et testé statistiquement les résultats à partir du test t de Student et du test de Wilcoxon. Nous avons affirmé à l'issue de ces analyses quantitatives, que les augmentations de capital réalisées en contexte difficile sont créatrices de valeur actionnariale. En effet, la création de valeur s'explique par les anticipations positives des actionnaires anciens ou par la réduction de la décote du cours voire par l'enlèvement de l'échéance de la faillite. **A partir des résultats des effets d'annonce de l'échantillon de la recherche, nous avons observé :**

- A la date n-4 et sur la période d'estimation de 250 jours suivant le test t de Student, que la RAM (rentabilité anormale moyenne) fait observer une création de valeur actionnariale de 1,54% statistiquement significative au seuil de 10%. Ce résultat est lié aux anticipations positives des actionnaires pré-augmentation de capital et au mobile de l'opération. Ce résultat est conforme aux prédictions de Scholes (1972). Il est également confirmé par la statistique de Wilcoxon au même seuil de significativité.

- Suivant les résultats du test t de Student sur la période d'estimation de 250 jours, que la RAMC (rentabilité anormale moyenne cumulée) sur les intervalles de temps de [-4 ; +2] et de [-2 ; +2] est respectivement de +0,51% et de +0,66%, significative au seuil de 10%. Ces résultats approuvent globalement la création de valeur actionnariale instantanée, observée autour de la date d'annonce de l'opération. Par ailleurs, la création de valeur observée sur [-4 ; +2] est confirmée par la statistique de Wilcoxon et est significative au seuil de 5% ;

- Sur l'ensemble de la fenêtre d'événement, c'est-à-dire sur [-6 ; +6] jours, que l'augmentation de capital étudiée est créatrice de la valeur actionnariale. Ce résultat est fourni par la RAMC de +0,36%. Il est significatif au seuil de 10% sur la période d'estimation de 250 jours. **Ainsi, il convient d'affirmer globalement que l'augmentation de capital réalisée en situation difficile crée de la valeur actionnariale.**

Le récapitulatif des résultats des effets d'annonce est donné dans le tableau inscrit à la page suivante (tableau 24). Après ce tableau, nous allons proposer les éléments de conclusion du chapitre.4.

Récapitulatif des résultats significatifs de l'étude d'événement (Echantillon : 30 titres)

	RAM		ASAR		RAMC		ASARC	
	250 jours	75 jours	250 jours	75 jours	250 jours	75 jours	250 jours	75 jours
<i>t_test</i>	n-4 : CV à 10%	n-4 : CV à 10%	n-4 : CV à 10% n+2 : CV à 10%	n-5 : DV à 10% n-4 : CV à 10% n-2 : CV à 10% n+2 : CV à 10%	[-4 ; +2] : CV à 10% [-2 ; +2] : CV à 10% [-6 ; +6] : CV à 10%	[-4 ; +2] : CV à 10% [-2 ; +2] : CV à 10% [-6 ; +6] : CV à 10%	-	-
<i>Z_test</i>	n-4 : CV à 10% n+2 : CV à 10% n+3 : DV à 10%	n-4 : CV à 10% n-2 : CV à 10% n+3 : DV à 10%	n-4 : DV à 5% n-2 : CV à 10% n+2 : CV à 10%	n-4 : DV à 5% n-2 : CV à 10% n+2 : CV à 5% n+3 : DV à 10%	[-4 ; +2] : CV à 10%	[-4 ; +2] : CV à 5%	-	[-4 ; +2] : CV à 5% [-2 ; +2] : CV à 10%

Légende

	RAM & RAMC	250 jours	Période d'estimation	CV	Création de valeur	<i>t_test</i>	Statistique t de Student
	SARM & SARMC	75 jours	Période d'estimation	DV	Destruction de valeur	<i>Z_test</i>	Statistique de Wilcoxon

Tableau 24 : La synthèse des résultats significatifs de l'étude d'événement de l'échantillon de la thèse

Dans le chapitre 4, les analyses qualitatives ont été réalisées. De manière plus précise, ce chapitre avait pour objectif de mesurer la perception des gestionnaires d'actifs sur la stratégie de gestion des actions décotées, sur la création de valeur actionnariale, sur la lecture optionnelle du bilan et sur l'importance de la communication financière. A partir de notre démarche qualitative menée, nous avons réalisé les analyses de sens et textuelles lexicales.

Les résultats de l'analyse de sens sont les suivants :

- **La stratégie de gestion des gestionnaires d'actifs.** Elle consiste à investir dans des actions de croissance, de qualité supérieure et non dans des actions décotées. Il n'y a pas d'insertion des actions décotées dans leur portefeuille de gestion, car c'est un métier de spécialistes ;

- Le style de gestion des gestionnaires d'actifs interviewés est benchmarké ;

- La gestion value convient à la gestion des actions décotées ;

- La cession du titre, si la difficulté est structurelle et s'il existe des éléments tangibles tels que : la défaillance, le dépôt du bilan, le profit warning, le cours en baisse ;

- La conservation du titre, s'il a un potentiel de rebondissement et n'est pas décoté pour des raisons structurelles ;

- L'achat du titre, si la décote est flagrante, injustifiée, à un potentiel de croissance et surtout si la difficulté est identifiée et réglable ;

- **Le résultat de l'opération.** La création de valeur est intéressante pour l'investisseur si l'opération a réussi, mais ça ne change pas toujours sa perception sur ces titres, car elle est liée à l'enlèvement de l'échéance de la faillite ou à la réduction de la décote ;

- L'opération d'augmentation de capital est dilutive. C'est une opportunité s'il existe un déclic sinon c'est un danger ;

- Le price to book (PBR). Il augmentera post-opération ;

- La souscription aux titres décotés est préférable à l'annonce et post opération, sauf si l'opération vise le remboursement des dettes ou l'arrivée d'un partenaire industriel ;

- **La lecture optionnelle du bilan.** L'opération améliore le gearing. Elle valorise l'option d'achat, réduit l'option de vente et favorise le non exercice de l'option de vente ;

- L'augmentation de capital favorise les changements d'anticipation, le transfert de richesse et de risque. Elle permet la redynamisation des relations des acteurs post-opération ;

- **La communication financière.** Elle est primordiale, destinée prioritairement aux actionnaires puis aux créanciers et à l'investisseur potentiel futur ;

- La communication doit expliquer, préciser le projet de recapitalisation, exposer les mobiles et les finalités de l'opération, ainsi que le besoin en cash ;

- La communication doit être de qualité, transparente, objective et doit s'adapter à la société en difficulté ;

- La communication doit rassurer les actionnaires sur la dilution, ainsi que les créanciers sur les difficultés réelles de la société et doit aviser la situation post-opération des covenants ;

- La communication doit relancer la confiance entre le minoritaire et le dirigeant convaincant et communiquant ;

Par ailleurs, à partir de l'analyse lexicale textuelle, nous avons :

- Identifié les unités textuelles les plus significatives dans quatre classes distinctes ;

- Identifié deux axes du repère permettant de former l'analyse factorielle des correspondances (AFC). L'axe 1 a été nommé : « style de gestion benchmarké » et l'axe 2 : « indice de confiance » ;

- Etabli l'analyse factorielle en coordonnées (AFC) à partir des éléments confirmatoires de l'analyse lexicale ;

- Conforté la triangulation des données sur la base des résultats confirmatoires de l'analyse lexicale qui ont permis d'apprécier qualitativement l'augmentation de capital ;

- Construit un modèle général de la recherche.

Dans la page suivante, l'AFC (figure 15) est présentée. Elle est suivie par la présentation du modèle général de cette recherche doctorale (figure 16). Le modèle général imbrique les résultats des analyses quantitatives et qualitatives. Il résume également le cheminement qu'a emprunté cette recherche d'une part et avance un modèle de lecture et d'analyse sur la gestion des actions décotées utile pour le praticien d'autre part.

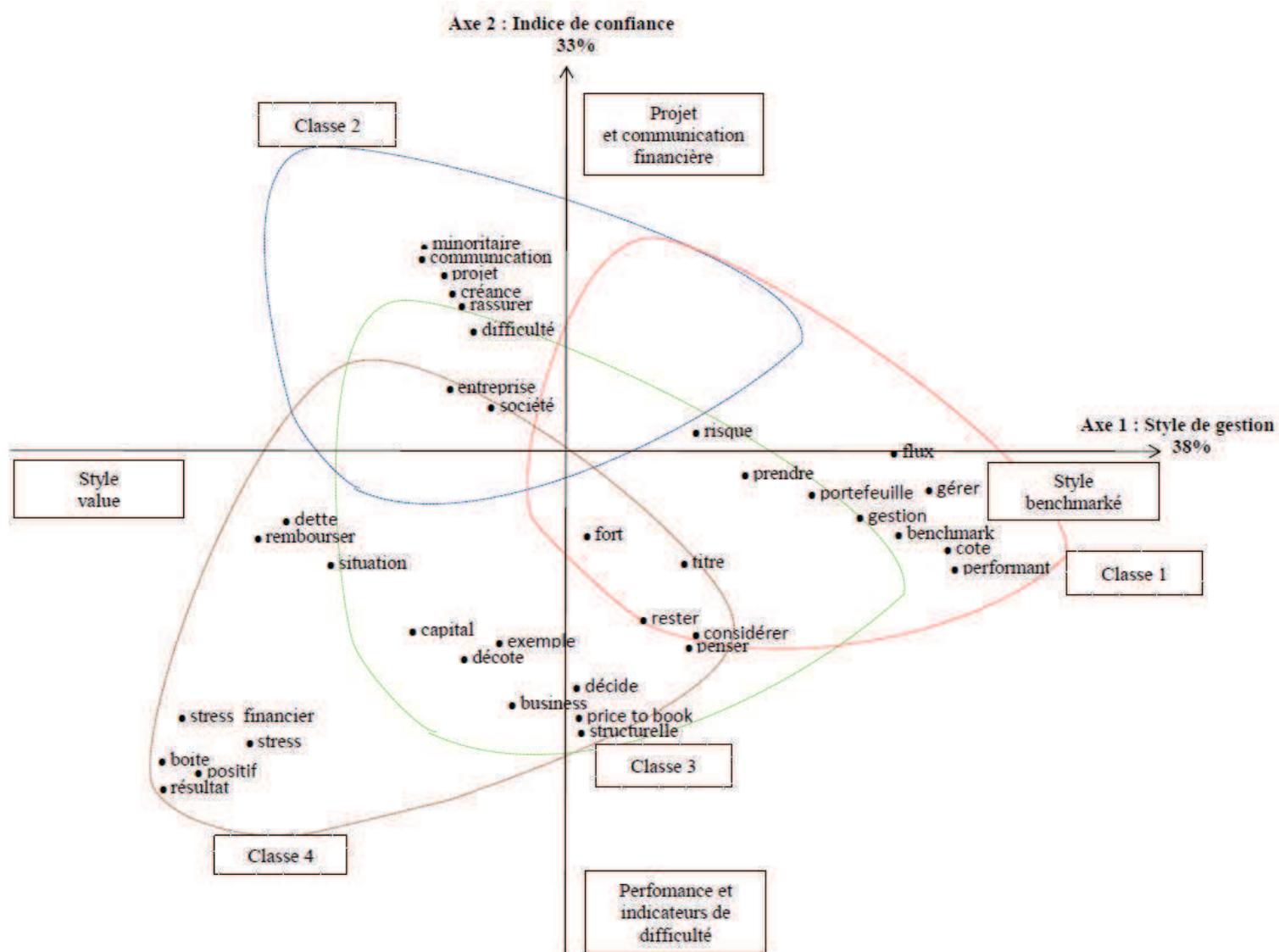
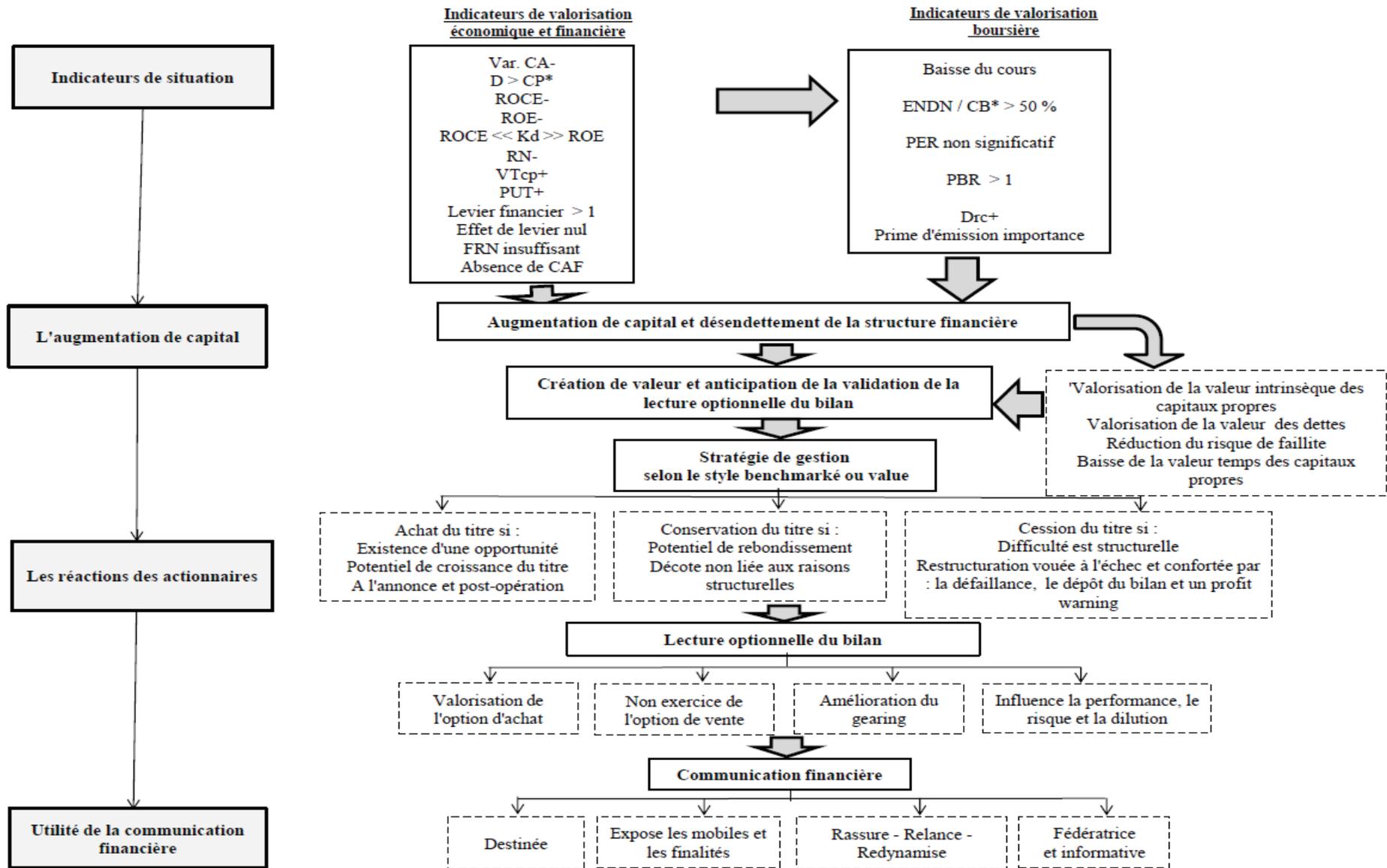


Figure 15 : Les résultats de l'analyse factorielle en coordonnées (AFC)

Figure 16 : Modèle général de la recherche



Conclusion générale

La rédaction de cette recherche doctorale est maintenant terminée. A présent, il convient de prendre du recul afin d'analyser le travail effectué. Par ailleurs, avant de passer en revue la synthèse de ce travail, nous re-précisons notre question de recherche centrale. Cette question de recherche est : Quelles sont les conséquences d'une augmentation de capital réalisée en situation difficile pour l'actionnaire ancien ? La recherche a porté sur l'analyse des conséquences de l'augmentation de capital réalisée en contexte difficile d'entreprise sur la valeur actionnariale. En réalité, le problème que nous avons cherché à résoudre est la gestion du risque de faillite de la société en difficulté financière.

Nous avons assimilé la résolution du risque de faillite d'une société à la réduction de sa difficulté financière ou de la décote de son cours. Deux approches d'analyses de données à savoir quantitative et qualitative ont été mobilisées afin de mesurer les effets de l'augmentation de capital sur le cours et sur le risque de faillite. Ces approches d'analyses ont constitué la triangulation. Ainsi, à partir des analyses quantitatives, nous avons identifié les indicateurs de difficulté et mesuré les effets d'annonce de l'augmentation de capital sur le cours des sociétés en difficulté financière. A partir des analyses qualitatives, nous avons apprécié la perception des actionnaires particuliers sur la stratégie de gestion des actions décotées, sur le résultat de l'augmentation de capital, sur la lecture optionnelle du bilan et sur l'utilité de la communication financière pour le projet et pour les actionnaires.

Dans la suite de cette conclusion, nous envisageons dans la première partie de synthétiser les principaux résultats de ce travail doctoral. Dans la deuxième partie, nous exposerons les apports tant théoriques, méthodologiques que managériaux de cette recherche doctorale. Enfin, dans la troisième partie et la dernière nous soulignerons les limites de cette recherche avant de présenter les perspectives de recherches futures.

5.1. La synthèse des résultats de recherche

La recherche menée avait pour but d'analyser les conséquences de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale et la perception de cette opération par les gestionnaires d'actifs.

Ainsi, pour y arriver la triangulation des approches quantitative et qualitative a été effectuée. Maintenant, il convient de présenter la synthèse des résultats :

5.1.1. L'identification des signaux annonciateurs de la situation difficile

La recherche menée a permis d'identifier les indicateurs de difficulté ayant permis de mieux appréhender la situation difficile d'entreprise. Ces indicateurs sont des signaux quantitatifs comptables, financiers et boursiers. Ces signaux sont accessibles, contrôlables et analysables. Ils ont également été révélés par la littérature théorique sur les difficultés financières (Van Caillie D., 2000). Parmi les différents signaux étudiés, nous avons observé :

- Les résultats continuellement déficitaires accompagnés des dettes financières supérieures aux capitaux propres ;
- L'insuffisance du fonds de roulement net pour faire face au financement de l'activité et au remboursement des dettes sur le long terme ;
- L'absence de la capacité d'autofinancement qui est synonyme de l'absence du potentiel d'endettement ;
- Un coût d'endettement élevé ;
- Les rentabilités économique et financière négatives liées à la destruction de la valeur économique et à la baisse du chiffre d'affaires, compromettant ainsi les échéances de règlement futures ;
- La présence d'un effet de massue, puisque l'effet de levier est négatif et affecté par le coût d'endettement qui est largement supérieur à la rentabilité économique ;
- Un levier financier supérieur à 100%, ce qui signifie que les dettes sont supérieures aux capitaux propres, ce qui renforce le risque financier et par conséquent le risque de faillite ;
- La baisse du chiffre d'affaires ;
- Le price earning ratio (PER) non significatif ;
- Le price to book ratio (PBR) supérieur à 1, ce qui laisse entrevoir une valorisation future du cours ;
- La forte probabilité de faillite à partir de la lecture de ces différents signaux.

Nous allons poursuivre sur la présentation des résultats quantitatifs. Intéressons-nous à présent aux effets de l'augmentation de capital sur le cours boursier et sur la valeur des options de l'actif économique.

5.1.2. Les conséquences de l'augmentation de capital

Les conséquences du lancement de l'augmentation de capital ont été analysées à partir de plusieurs méthodes. Par exemple à partir des méthodes quantitatives. **Ainsi, à partir des données comptables du cas exploratoire et de l'analyse des signaux de difficulté financière, nous avons attesté que :**

- L'augmentation de capital permet d'améliorer positivement les causes ou les signaux de la situation difficile d'entreprise ;

- L'augmentation de capital permet d'assurer l'éloignement ou l'enlèvement du risque de faillite ;

- L'étude sur les augmentations de capital en situation difficile a permis de profiler la société en difficulté financière à partir des signaux déjà cités tels que : la faible part des capitaux propres, le surendettement, les résultats déficitaires, la croissance négative du chiffre d'affaires, la baisse de la capitalisation boursière, l'insuffisance du fonds de roulement et de la capacité d'autofinancement, la trésorerie nette nulle, les rentabilités économique et financière négatives, la présence de l'effet de massue et du levier financier supérieur à 1, les marges d'exploitation négatives ainsi que les flux d'exploitation et d'investissement négatifs. Il convient de préciser que ces constats ont permis d'affiner la délimitation du sujet ou le champ de recherche et de l'insérer dans celui de l'entreprise en difficulté financière.

Par ailleurs, dans l'optique de mesurer optionnellement les effets de l'augmentation de capital, nous avons conclu à :

- La revalorisation de la valeur des capitaux propres ou de l'option d'achat ;
- La valorisation de la valeur des dettes ;
- La réduction de l'option de vente ou de la défaillance et surtout au non exercice de l'option de vente détenue par les actionnaires ;

- La réduction du risque de faillite, puisque les actifs sont devenus moins risqués et le désendettement a eu lieu ;

- La valorisation de la valeur temps des capitaux propres, ce qui permet de mesurer la valeur intrinsèque des capitaux propres et la présence des options de croissance ;

En poursuivant sur la synthèse des résultats de cette recherche, nous affirmons avoir mesuré la perte de contrôle probable qu'est susceptible de subir un actionnaire. Sachant que tout actionnaire est susceptible de se diluer, nous nous sommes intéressés plus particulièrement à l'actionnaire ancien minoritaire. L'actionnaire minoritaire à cause de sa faible participation dans le capital est plus exposé à la dilution. Il est alors invité à suivre l'opération afin de limiter sa dilution. Ainsi, à partir du chapitre exploratoire nous avons :

- Confirmé que l'augmentation de capital réalisée en contexte difficile est dilutive de contrôle en particulier pour les actionnaires anciens minoritaires, car leur dilution est de 19,34%, c'est-à-dire que leur participation dans le capital est passée de 73,30% à 53,96%. Ces actionnaires constituent le flottant ;

- Affirmé que l'augmentation de capital est relative des résultats si le résultat net est un bénéfice, sachant que la dilution sur les résultats est mécanique et elle dépend du résultat net ;

Maintenant que les premiers résultats quantitatifs de la recherche ont été présentés de manière résumée, nous allons à présent nous focaliser sur les principaux résultats de la recherche qui vont permettre d'une part de fournir des résultats généralisables et comparables à d'autres études et d'autre part de répondre à notre question de recherche (quelles sont les conséquences d'une augmentation de capital réalisée en situation difficile pour l'actionnaire ancien ?). **Ainsi, à partir des effets d'annonce réalisés sur un échantillon de 30 sociétés nous avons observé que :**

- L'augmentation de capital réalisée en contexte difficile est créatrice de valeur actionnariale sur un jour de la fenêtre d'événement notamment pré-augmentation de capital à la date (n-4). A cette date, la rentabilité anormale moyenne est de +1,54% statistiquement significative au seuil de 10% du test t de Student et du test de Wilcoxon sur la période d'estimation de 250 jours. Ce résultat est conforme aux prédictions de Scholes (1972). Il convient de noter que la statistique de Wilcoxon fait observer des résultats positifs et significatifs au seuil de 10% post-opération à la date n+2 sur la période d'estimation de 250 jours ;

- L'augmentation de capital effectuée en contexte difficile est globalement créatrice de valeur actionnariale autour de la date d'annonce de l'opération. En effet, sur la période

d'estimation de 250 jours, la rentabilité anormale moyenne cumulée sur les intervalles de temps de [-4 ; +2] et de [-2 ; +2] est respectivement de +0,51% et de +0,66% significative au seuil de 10% du test de Student. Par ailleurs, la création de valeur observée sur [-4 ; +2] est confirmée par la statistique de Wilcoxon. Elle est significative au seuil de 5% ;

- L'augmentation de capital effectuée en contexte difficile est créatrice de valeur actionnariale sur toute la fenêtre d'événement, c'est-à-dire sur [-6 ; +6] jours. Ce résultat a été confirmé par la rentabilité anormale moyenne cumulée de +0,36%, significative au seuil de 10% sur la période d'estimation de 250 jours et obtenue à partir du test t de Student.

Suivant les résultats exposés ci-dessus, il convient d'affirmer globalement que l'opération d'augmentation de capital engendre des effets positifs sur le cours. Ces effets sont liés à la variation positive du cours durant la fenêtre d'événement. En revanche, la variation positive du cours s'explique par les anticipations positives des actionnaires. Nous venons d'apprécier les effets quantitatifs de l'augmentation de capital.

Pour apporter une profondeur dans la compréhension des augmentations de capital, nous allons à partir d'une analyse qualitative apprécier l'opération, ses résultats et tenter de conforter les enseignements de la théorie centrale de cette thèse (la théorie de la lecture optionnelle du bilan). L'approche qualitative est appréciée par les chercheurs en sciences de gestion, car elle rend possible la mesure des données qualitatives difficilement mesurables par les méthodes statistiques et financières. C'est ainsi que nous avons décidé d'apprécier la perception de la gestion des actions décotées et de l'augmentation de capital des actionnaires particuliers. Ces actionnaires sont les gestionnaires d'actifs. Ces derniers sont par défaut des actionnaires minoritaires. L'analyse qualitative menée a porté sur les analyses de sens et textuelles lexicales. **A partir de l'analyse de sens, nous avons conclu sur :**

- **La stratégie de gestion des gestionnaires d'actifs.** Elle consiste à investir dans des actions de croissance de qualité supérieure et non dans des actions décotées. Cela signifie qu'ils ne vont pas insérer les actions décotées dans leur portefeuille de gestion. Ils qualifient la gestion des actions décotées du métier des spécialistes. Par ailleurs, il convient de noter que l'analyse de sens a révélé l'existence de deux styles de gestion à savoir le style benchmarké qui est celui de nos gestionnaires d'actifs interviewés et le style value qui est risqué et qui convient aux actions décotées. Selon les gestionnaires d'actifs, la cession du titre décoté est possible si la difficulté est structurelle et s'il existe des éléments tangibles tels que : la défaillance, le dépôt du bilan, le profit warning, le cours à la baisse. Ils stipulent que ce titre sera conservé dans le portefeuille, s'il a un potentiel de rebondissement et n'est pas décoté

pour des raisons structurelles ou encore il sera acheté si sa décote est flagrante, injustifiée, à un potentiel de croissance surtout si la difficulté est identifiée et réglable ;

- **Le résultat de l'opération.** La création de valeur observée est intéressante pour l'investisseur si l'opération a réussi. En effet, cette création de valeur doit être liée à l'enlèvement de l'échéance de la faillite ou à la réduction de la décote et c'est l'essence même de l'augmentation de capital. Par ailleurs, il convient de noter selon les gestionnaires d'actifs, la souscription aux titres décotés est préférable à l'annonce et post-opération⁷⁷, car pré-opération la décote est continue et le résultat ne peut pas être positif, sauf si l'opération vise le remboursement des dettes ou l'arrivée d'un partenaire industriel. Ils avancent également que le price to book (PBR) augmentera post-opération. Ils affirment aussi que l'opération d'augmentation de capital est dilutive et elle est binaire, c'est-à-dire que c'est une opportunité s'il y a un déclic sinon c'est un danger ;

- **La lecture optionnelle du bilan.** L'opération améliore le gearing, valorise l'option d'achat, réduit l'option de vente et favorise le non exercice de l'option de vente selon les gestionnaires d'actifs interviewés. Ils conçoivent que l'augmentation de capital favorise les changements d'anticipation, le transfert de richesse, de risque et permet la redynamisation des relations des acteurs post-opération. Suivant ces résultats, il y a lieu de conclure que la lecture optionnelle du bilan rend bien compte des attentes de cette recherche ;

- **La communication financière.** Elle est primordiale et destinée prioritairement aux actionnaires anciens puis aux créanciers voire à l'investisseur potentiel futur. Son objet est d'expliquer, de préciser le projet de recapitalisation et d'exposer les mobiles et les finalités de l'opération. Par ailleurs, elle doit être de qualité, transparente, objective et doit s'adapter à la société en difficulté. Cette communication est utile, car elle doit rassurer les actionnaires sur la dilution, ainsi que les créanciers sur les difficultés réelles de la société et doit aviser la situation post-opération des covenants ;

Par ailleurs, à partir de l'analyse textuelle lexicale, nous avons :

- **Identifié les unités textuelles les plus significatives dans quatre classes distinctes :**

⁷⁷ La souscription est préférable post-opération, car le rendement est meilleur pour deux raisons : premièrement l'opération a eu lieu et deuxièmement la décote a été enlevée.

La classe 1 est la plus homogène, la plus spécifique et la plus représentative de l'analyse lexicale. Elle a été dénommée : « la spécificité du style benchmarké du gérant ». Dans cette classe, 36% des unités textuelles ont été classées, soient 25% du corpus initial. Par ailleurs, elle a permis de confirmer le style de gestion des gestionnaires d'actifs interviewés ;

La classe 2 est la deuxième la plus représentative du corpus initial avec 35% des unités textuelles classées soient 24% du corpus et elle a été désignée par : « l'utilité de la communication financière pour les sociétés » ;

La classe 3 est la troisième la plus représentative avec 14% des unités textuelles classées, soient 10% du corpus initial et elle a été appelée : « la performance et les indicateurs de la difficulté » ;

Enfin, **la classe 4** est la dernière de l'analyse lexicale et elle a été dénommée : « les conséquences de l'augmentation de capital ». Elle a mis en évidence 15% des unités textuelles classées, soient 9% du corpus initial ;

- Identifié deux axes du repère permettant de former l'analyse factorielle des correspondances (AFC) :

L'axe 1 a été dénommé : « le style benchmarké ». Dans cet axe, 38% de la variance constatée est expliquée. Ce plan oppose la pratique de gestion benchmarkée des gestionnaires d'actifs à la gestion value qui convient aux actions décotées ;

L'axe 2 a été appelé : « indice de confiance ». Dans cet axe, 33% de la variance constatée est expliquée. Il met en évidence l'importance de la communication financière pour le projet et son influence sur les covenants ;

- Etabli l'analyse factorielle des correspondances à partir des éléments confirmatoires de l'analyse lexicale ;

- Conforté la triangulation des données sur la base des résultats confirmatoires suivants : du style de gestion benchmarké, de l'utilité de la communication financière, de la performance et des indicateurs de la difficulté, ainsi que des conséquences de l'augmentation de capital ;

5.2. Les apports de la recherche

A notre connaissance, le sujet traité correspond à une première recherche théorique et empirique sur les augmentations de capital en situation difficile. Elle laisse donc entrevoir des contributions d'ordre académique, méthodologique et managérial.

5.2.1. Les apports théoriques

L'un des apports majeurs de ce travail doctoral est lié à la conception du modèle général de la recherche sur la gestion des actions décotées. Nous avons également affirmé à partir de cette recherche l'enlèvement du risque de faillite et la création de valeur actionnariale observée à la suite du lancement de l'augmentation de capital, ce qui à notre connaissance est un résultat nouveau.

La recherche a débuté sur l'idée selon laquelle les entreprises en difficulté recherchaient sans relâche à se financer et à se restructurer et leur dernière alternative de financement serait l'augmentation de capital. Ginglinger (1984) l'a évidemment décrite comme un financement permettant de faire face à des caps difficiles. Les travaux de DeAngelo, DeAngelo et Stulz (2010) ont également contribué à donner du sens à notre recherche.

Pour parvenir à ces résultats, nous avons mobilisé deux théories permettant d'appréhender et de tester empiriquement l'objet de recherche dont :

- **La théorie de la lecture optionnelle du bilan.** L'utilisation de cette théorie a permis d'expérimenter les conséquences optionnelles de l'augmentation de capital sur l'actif économique de la société et sur son risque de faillite. En effet, à partir de cette analyse optionnelle, nous avons confirmé que l'augmentation de capital a des effets positifs de la structure de financement. Par ailleurs, la lecture des conséquences laisse entrevoir la réduction du risque de faillite, le désendettement et la valorisation des options de l'actif économique. Il convient de noter que les actions décotées étudiées sont valorisantes, car elles possèdent des options de croissance. Les résultats de la recherche ont été présentés de manière synthétique dans la synthèse des résultats de cette conclusion.

- **La deuxième théorie mobilisée pour tester et mieux appréhender l'objet de recherche est la théorie de signalisation.** Cette théorie a été expérimentée à partir de la méthodologie d'études d'événement qui a pour objet de répondre à la question de la création ou de la destruction de la valeur actionnariale à la suite du lancement de l'opération. En effet,

nous avons assimilé le levier de création de la valeur à la réduction de la décote cours ou à l'enlèvement du risque de faillite pesant sur la société. Le résultat de la création de valeur a été affirmé dans les analyses quantitatives et confirmé dans les analyses qualitatives. Ainsi, il convient d'affirmer que l'augmentation de capital peut être explorée à partir de la théorie de la lecture optionnelle du bilan et à partir de la théorie de signalisation. L'imbrication des résultats et des apports de cette recherche a donné lieu à la modélisation de la gestion des actions décotées. Cette recherche a également été utile, car elle a contribué à améliorer la littérature existante sur les augmentations de capital. **A présent, nous allons souligner de manière détaillée les autres apports théoriques de la recherche :**

- Le sujet d'augmentation de capital en situation difficile pour restructurer les passifs déséquilibrés est un sujet de recherche encore peu exploré dans les sciences de gestion. Cette étude a permis conjointement de profiler les sociétés en difficulté et de mesurer l'impact des effets d'annonce de ce financement sur le cours boursier ;

- Nous avons mobilisé deux théories financières (la théorie de signalisation et la théorie de la lecture optionnelle du bilan) qui ont permis d'apprécier les réactions et la position des actionnaires et des créanciers en contexte difficile d'entreprise ;

- Nous avons utilisé la lecture optionnelle du bilan pour prédire la réduction de la probabilité de faillite, la valorisation de la valeur temps des capitaux propres, le non exercice de l'option de vente et la valorisation de l'option d'achat ;

- Nous avons affirmé globalement que l'opération d'augmentation de capital en contexte difficile est créatrice de valeur actionnariale instantanée ;

- Nous avons proposé une définition de l'entreprise en situation difficile ;

- Nous avons également proposé une littérature sur les signaux de la difficulté financière ;

- Nous avons profilé les sociétés en difficulté ;

- Nous avons réalisé une méthodologie mixte, c'est-à-dire que nous étudié dans cette recherche la triangulation des données quantitatives et qualitatives ;

- Nous avons également effectué l'analyse factorielle des correspondances (AFC) qui permettent de ne retenir que les unités textuelles les plus significatives ;

- Enfin, nous avons réalisé le modèle de la recherche.

5.2.2. Les apports méthodologiques

Notre principale contribution empirique a porté sur la mobilisation de la méthode mixte. Ce design de la recherche a permis d'utiliser successivement les méthodes quantitatives et qualitatives d'investigation. L'utilisation de ces méthodes a eu pour utilité de donner de la profondeur aux résultats et d'impliquer les acteurs concernés. Les analyses quantitatives ont élucidé la situation difficile à partir des indicateurs de situation tandis que les analyses qualitatives ont tenté de donner du sens aux réactions des gestionnaires d'actifs interviewés à partir des propos recueillis. L'utilisation de la méthode mixte est donc motivée par la subtilité du sujet étudié. En conclusion, la méthode mixte ou la triangulation étudiée a apporté une profondeur aux résultats. Nous allons ci-après décrire les approches d'analyse.

- **Selon l'approche quantitative :** la méthodologie d'étude d'événement a été réalisée. L'utilisation de cette méthodologie a été rendue possible à partir d'un échantillon de 30 cas des sociétés en difficulté financière ayant réalisé des augmentations de capital. Cette méthodologie a été amplement détaillée dans le chapitre 3. Par ailleurs, les résultats de cette méthodologie suggèrent que l'opération étudiée est créatrice de valeur actionnariale (valeur financière). Ils ont été développés dans la synthèse de cette conclusion. Ce résultat est nouveau dans les sciences de gestion, car les études d'événement réalisées jusqu'à présent et à notre connaissance sur les augmentations de capital, prédisent la destruction de la valeur actionnariale en contexte normal. Notre résultat mérite d'être souligné à nouveau, car notre contexte d'étude est un contexte particulier. Cette recherche se démarque des autres études sur les augmentations de capital tant sur le mobile de l'opération que sur le contexte voire sur les résultats. Il convient également de préciser que cette recherche a permis l'utilisation du logiciel SPSS qui a servi à réaliser les tests statistiques. La base de données FACTSET est une base de données financière externe. Elle a rendu possible l'extraction des cours boursiers des sociétés qui composent l'échantillon de cette thèse.

- **Selon l'approche qualitative :** les analyses de sens et textuelles lexicales ont été réalisées. Ces analyses ont été rendues possibles à partir des entretiens semi-directifs effectués auprès des gestionnaires d'actifs. L'objet de cette méthode d'analyse est de décrire la perception (les attitudes ou les réactions) des gestionnaires d'actifs sur la gestion des actions décotées. Cette méthode est complémentaire à la méthode quantitative. Par ailleurs, elle a permis de conforter les enseignements de la théorie de la lecture optionnelle du bilan. En outre, cette approche d'analyse des données a permis de réaliser les analyses de sens ainsi que

les analyses textuelles lexicales. Elle a également permis d'établir l'analyse factorielle des correspondances à partir des résultats confirmatoires de l'analyse qualitative.

5.2.3. Les implications managériales de la recherche

Au niveau managérial, cette thèse a permis de proposer un outil d'analyse et de réflexion utile à tout actionnaire et plus particulièrement aux gestionnaires d'actifs. En effet, nous avons proposé un modèle de recherche sur la gestion des actions décotées. Ce modèle est utile, car il traduit le processus d'analyse de la difficulté financière d'une part et les enjeux de la recapitalisation et du désendettement de la structure financière de la société d'autre part. Ce modèle sert à des fins de détection et d'analyse des actions décotées, ainsi qu'à la gestion du risque de faillite. Par ailleurs, il convient de noter que les résultats observés permettent aux gestionnaires d'actifs de voir de manière empirique ce qu'ils constatent dans leur pratique courante de métier et de prendre du recul dans leurs prises de décisions. A partir des résultats des analyses quantitatives et qualitatives, nous avons montré que les investisseurs n'ont pas la même réaction. En effet, nous avons affirmé que la gestion des actions décotées est un métier des spécialistes (des fonds spéculatifs) et que nos gestionnaires d'actifs classiques étudiés n'ont pas forcément les compétences suffisantes pour les gérer. En revanche, le modèle proposé est pratique pour tout investisseur dans l'exercice de ses fonctions.

5.3. Les limites et les perspectives de recherches futures

Comme toute recherche en sciences de gestion, la nôtre possède des limites. Parmi les limites à retenir, il y a la portée ou la représentativité de l'échantillon. En effet, l'échantillon des 30 cas mobilisé pour la méthodologie d'étude d'événement est scientifiquement valide. Cependant, il s'avère plus petit que les échantillons mobilisés par les autres auteurs ayant traité les augmentations de capital. Cette limite s'explique par la faible part des sociétés défaillantes ayant réalisé les augmentations de capital pour se désendetter.

Une autre limite de cette recherche est liée à la généralisation des résultats. En effet, la population des entreprises étudiée est française. L'interrogation qui suscite l'attention du chercheur est de savoir si ces résultats sont transposables ou généralisables dans d'autres contextes. Par ailleurs, une autre limite de la recherche est à considérer. Cette limite est liée à

la liste des signaux annonciateurs ou de prédiction des difficultés financières qui n'est pas exhaustive. Il y a aussi le nombre trop restreint d'entretiens effectués.

Par ailleurs, si cette thèse comporte des limites, elle permet d'entrevoir des pistes de recherche. Parmi les pistes de recherche de ce travail doctoral, nous avons noté :

- L'étendue de l'échantillonnage des sociétés en difficulté à effectuer. Cette voie de recherche est utile et entraînera la réalisation de nouvelles études d'événement ;

- L'application des méthodes uni-variées voire de scoring aux sociétés en difficulté financière permettant de renforcer les signaux de difficulté et de reconstruire l'échantillon de la recherche en ayant listé les sociétés en difficulté ;

- L'augmentation du nombre d'entretiens semi-directifs qui servirait à réaliser des analyses qualitatives approfondies permettant de recueillir la perception de plusieurs gestionnaires d'actifs sur le sujet étudié et plus particulièrement sur la gestion benchmarkée et value ;

- Le prolongement des analyses qualitatives auprès des autres partenaires concernés ou affectés par le lancement des augmentations de capital tels que les actionnaires majoritaires ordinaires ;

- L'utilisation de la lecture optionnelle du bilan sur les entreprises en difficulté financière en les catégorisant par exemple par leur secteur ;

- Le développement des recherches futures sur les augmentations de capital pourrait permettre d'améliorer le modèle général de cette recherche sur de la gestion des actions décotées. Ces recherches pourraient prendre en compte la dégradation continue de la société ;

- La réalisation d'une étude longitudinale économique, financière et boursière post-augmentation de capital. L'objet de l'étude serait de vérifier si ces sociétés qui constituent notre échantillon ont été réellement sauvées et existent par exemple 5 ans après leur recapitalisation et leur désendettement.

Ce travail doctoral avec ses résultats, ses apports et ses limites s'achève. En effet, la recherche menée a porté sur l'analyse des conséquences de l'augmentation de capital sur la valeur actionnariale. Elle poursuivait deux objectifs fondamentaux : la gestion et la réduction du risque de faillite ainsi que la mesure de la performance de l'augmentation de capital à visée remboursement des dettes sur le cours. Nous nous sommes focalisés sur les analyses optionnelles, sur la méthodologie d'étude d'événement et sur les analyses qualitatives afin de

produire les résultats. Deux approches d'analyses des données à savoir les approches quantitative et qualitative ont permis la réalisation des tests empiriques. En définitive, il convient de retenir que l'augmentation de capital réalisée en période difficile permet d'éloigner la faillite de la société en difficulté financière. Nous avons également noté que l'augmentation de capital permet de mettre en évidence la création de la valeur actionnariale pour les actionnaires anciens. Cette opération permet d'assainir la structure de financement.

Bibliographie

A

- ABDENNOUR F., HOUHOU S. (2008), Un modèle d'alerte précoce de difficultés bancaires pour les pays émergents, *Économie internationale*, pp. 69-92.
- AGRAWAL A., KNOEBER C.R. (1996), Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, pp. 377-397.
- ALIDOU D. (2011), « Les augmentations de capital réservées aux salariés en France - Employee Equity Issue : Evidence from France », *FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations*, Cahier du FARGO, n° 1110603, juin.
- ALLOUCHE J., LAROCHE P., NOEL F. (2008), « Restructurations et performances de l'entreprise : Une méta-analyse », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, n° 2, juin, pp. 105-146.
- ALTMAN E.I. (1968), « Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Predictions of Corporate Bankruptcy », *Journal of Finance*, vol. 23, n° 4, pp. 589-609.
- AOKI M. (1990), Towards an Economic Model of the Japanese Firm, *Journal of Economic Literature*, vol. 28, pp. 1-27.
- ASQUITH P., COX J., DRAKOS C., MYERS S. and STEIN J. (1994), Optimal call policy for convertible bonds, Working paper, M.I.T.

B

- BARBOT M.-C., DESCHAMPS B. (2004), « Reprise d'entreprises saines ou en difficulté : l'accompagnement des repreneurs », *Académie de l'Entrepreneuriat*, actes du 4^{ème} Colloque, www.entrepreneuriat.com.

- BARDOS M. (1995), Détection précoce des défaillances d'entreprises à partir des documents comptables, *Bulletin de la Banque de France*, 3^{ème} trimestre.
- BARDOS M. (1994), Délais de paiement et détection précoce des défaillances d'entreprises, *Bulletin de la Banque de France*, 1^{er} trimestre.
- BARDOS M. (1990), « Le crédit le plus cher pour les petites entreprises », *Economie et Statistique*, n° 236, octobre, pp. 51-64.
- BARDOS M. (1989), « Trois méthodes d'analyse discriminante, Cahiers Économiques et Monétaires », *Banque de France*, 2^{ème} trimestre, n° 33.
- BECKER H.S. (2002), *Les ficelles du métier : Comment construire sa recherche en sciences sociales*, Collection Guides Grands Repères. Paris : Editions La Découverte et Syros, p. 353.
- BELLALAH M. (2000), « La structure du capital et les options : l'impact des coûts d'information, de l'impôt des sociétés et du risque de défaut », « *Professeur de Finance, Universités de Paris-Dauphine et du Maine* ».
- BERTRAND E. (1977), La défaillance des entreprises, *La documentation Française*.
- BETHEL J.E. et LIEBESKIND J. (1993), The effects of Ownership and Corporate Restructuring, *Strategic Management Journal*, vol. 14, Summer, pp. 15-31.
- BIAIS B., HILLION P. & MALECOT J.-F. (1995) : «La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises », *Économie et Prévision*, n° 120, pp. 15-28.
- BLACK F., SCHOLES M. (1973), The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of political economy*, vol. 81, n° 3, pp. 637-654.
- BLAZY R. (2000), « La faillite – Eléments d'Analyse Economique », Préface de Pierre MORIN, *Collection « Approfondissement de la Connaissance Economique »*, Ed. Economica.

- BLAZY R., CHARLETY P., COMBIER J. (1993), « Les défaillances d'entreprises : des difficultés visibles plusieurs années à l'avance », *Economie et statistique*, n° 268-269, pp.101-111.
- BOEHMER E., MUSUMECI J. & POULSEN A. B. (1991), Event study methodology under conditions of event-induced variance, *Journal of Financial Economics*, vol 30, n° 2, pp. 253-272.
- BOISSIEU C., CHAPUT Y. (2005), « L'endettement - richesse de l'entreprise », LITEC.
- BOISSONADE D., TOURNIER A. (1996), « L'endettement des entreprises : Une étude sur longue période », *Bulletin de la Banque de France*, 4ème trimestre.
- BOURAOUI T. (2008), « Les spams boursiers : Etude empirique sur le marché des penny stocks », n° 41, University of Paris West-Nanterre la Défense, Economix Working papers.
- BOURDIEU J., COLLIN-SEDILLOT B. (1993), « Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années quatre-vingt », *Economie et statistique*, n° 268-269, pp. 87-100.
- BOUTIGNY E. (2005), « Vers un renouvellement de la démarche qualitative en sciences de gestion ? », *Revue Management et Avenir*, n° 4, pp. 59-69.
- BROSSARD O. (1998), « L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et la liquidité au fondement du cycle ? », *Revue économique*, vol. 49, n° 2, pp. 407-435.
- BROUSSEAU. E (1989), « L'approche néo-institutionnelle de l'économie des coûts de transaction », *Revue Française d'Economie*.
- BROWN D.T., JAMES C.M., MOORADIAN R.M. (1994), Asset Sales by Financially Distressed Firms, *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 233-257.

- BROWN S., WARNER J. B. (1985), Using Daily Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, vol 14, pp. 3-31
- BROWN S., WARNER J. B. (1980), Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics*, vol 8, pp. 205-258
- BRUNO B., PATRICK H., MALECOT J.-F. (1995), « La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises », *Economie et Prévision*, n° 120, pp. 15-28.
- BRILMAN J. (1986), « Gestion de crise et redressement des entreprises », *Ed. Hommes et Techniques*, Paris.
- BURGER-HELMCHEN T. (2007), Les dangers d'une approche financière des options réelles, *Revue française de gestion*, n° 170.

C

- CABY J., HIRIGOYEN G. (1997), La création de valeur de l'entreprise, *Économica*.
- CADIOU C. (2008), La performance en management : de la perception à la réalisation, *Collection « Des Sociétés »*, Rennes, Presses Universitaires de Rennes, pp. 13-15.
- CADIOU C. (1995), Stratégies et management en période de crise, *12ème rencontre Top Management*, Las Palmas-COGEFI.
- Cadiou C. (1990), Le redéploiement stratégique de l'entreprise, *Les Editions d'Organisation*, p. 28.
- CADIOU C. (1988), « Les stratégies de désinvestissement des moyennes et grandes sociétés françaises : analyse théorique et empirique », *Université de Rennes 1*, Doctorat d'Etat en sciences de gestion.

- CADIOU K. (2011), « Intention et reprise d'entreprise familiale: les modèles de marcottage et de greffage », *Université de Bretagne Occidentale*, Doctorat en sciences de gestion.
- CALVI-REVEYRON M. (1999), « Risque de surinvestissement, signalisation et annonce du dividende : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 3, septembre, pp. 115-145.
- CAMPBELL J. Y., LO A. W. & MACKINLAY C. (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton, New Jersey, Princeton University Press.
- CAMUS B., MULLER P. (1983), « Les comptes des sociétés industrielles en 1981 : l'aggravation des difficultés », *Economie et statistique*, n° 152, février, pp. 3-19.
- CARNEY W.J. (1997), « Large Bank Stockholders in Germany : Saviors or Substitutes ? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n° 4, pp. 74-81.
- CARPENTIER C., SURET J. M. (1999), « Stratégies de financement des entreprises françaises : Une analyse empirique », *Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations «CIRANO»*, mars, Montréal, p. 105.
- CHARLETY P. (2010), « Eviter les défaillances bancaires en temps de crise : Conséquences à long terme des restructurations du capital des entreprises financières », *Revue d'Économie Financière*, mars, vol. 97, pp. 143-154.
- CHARREAUX G. (2006), Théorie financière et stratégie financière, *Revue française de gestion*, n° 160.
- CHARREAUX G. (1998), « Le point sur la mesure de performance des entreprises », *Banque et marchés*, mai-juin, n° 34, pp. 46-51.
- CHARREAUX G. (1997), « Le gouvernement des entreprises, Corporate Governance, Théories et Faits », *Économica*, pp. 49-62.
- CHARREAUX G. (1989) : Gestion financière, *Ed. Economica*, Paris, p. 694.

- CHARREAUX G., DESBRIÈRES P. (1998), « la Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, juin, pp. 57–88.
- COBBAUT R. (1987), *Théorie financière*, Ed. *Economica*, Paris, p. 430.
- COBBAUT R., GILLET R. et HÜBNER G. (2011), « La gestion de portefeuille – Instruments, stratégie et performance », Préface Eric CHARPENTIER et Vincent VAN DESSEL, *Groupe De Boeck s.a.*
- COLE R.A., MEHRAN H. (1998), « The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance : Evidence from the Thrift Industry », *Journal of Financial Economics*, vol. 50, n° 3, pp. 291-317.
- COONEY J.R., KALAY A. (1993), « Positive Information from Equity Issue Announcements », *Journal of Financial Economics*, n° 33, pp. 149-172.
- CRESWELL J.W. (2014), *Research design : qualitative, quantitative, and mixed Methods Approaches*, 4^e ed., Thousand Oaks : Sage publications.
- CRUTZEN N., VAN CAILLIE D. (2007), « L'enchaînement des facteurs de défaillance de l'entreprise : Une réconciliation des approches organisationnelles et financières », *Comptabilité et Environnement*, France.

D

- DAMAK AYADI S. (2003), « La théorie des parties prenantes : Théorie empirique ou théorie normative ? », 24^{ème} congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, France.

- DEANGELO H., DEANGELO L. (1990), « Dividend Policy and Financial Distress : An Empirical Investigation of Troubled Nyse Firms », *Journal of Finance*, vol. 45, n° 5, pp. 1415-1431.
- DEANGELO H., DEANGELO L., R. M. STULZ (2010), « Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle», *Journal of Financial Economics*, n° 95, pp. 275-295.
- DEMSETZ. H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 62.
- DENIS D.J., DENIS D.K. (1995), Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalization, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 48.
- DEREPPER S. (2002), « La fenêtre d'émission d'actions sur le marché boursier français », *Banque et Marchés*, vol. 59, n° 3, p. 45–55.
- DERRIEN F. (2003), Le plan de redressement des entreprises en difficulté dans le cadre de la procédure collective, Mémoire DESS Ingénierie Financière, *IAE de l'UBO*.
- DESBRIERES PH. (1991), « Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés », Paris, *Economica*, collection Gestion, p. 236.
- DIAMOND D.W. (1991), « Monitoring and Reputation : The Choice Between Banks Loans and Directly Placed Debt », *Journal of Political Economy*, vol. 99, n° 4, pp.689-721.
- DJAOUDATH A. (2011), « Les augmentations de capital réservées aux salariés en France - Employee Equity Issue : Evidence from France », *FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations*, Cahier du FARGO, n° 1110603, juin.
- DUBOIS M. (1985), « Les déterminants de la structure financière : le cas des grandes entreprises françaises », *Finance*, vol n°6, pp. 41-70.

- DUBOULOY M. & FABRE C. (2002), Les restructurations d'entreprises – De la rationalité économique à la souffrance des hommes, *Gérer et comprendre*, n°67.
- DUCASSY I. (2003), « Déterminants de la réaction du marché français aux émissions de titres à caractère action », *Banques et Marchés*, n° 64, pp. 46-58.

E

- EL HEDI AROURI M., JAWADI F., FOULQUIER P. (2009), « Impact de la crise sur le coût du capital : une comparaison internationale de l'évolution de la prime de risque », *Gestion 2000*, novembre – décembre.
- EL IBRAHIMI A. (2006), « La restructuration du capital et la création de richesse, le cas du désinvestissement », *La Revue du Financier*, janvier-février.

F

- FAMA E.F. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, avril, pp. 288-307.
- FAMA E.F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of finance*, vol 25, n° 2, pp. 383-417
- FAMA E. F., FISHER L., JENSEN M. C. et ROLL R. (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, vol 10, n° 1, pp. 1-21
- FAMA E.F., JENSEN M.C. (1983) : Agency problems and residual claims, *Journal law & economics*, juin, pp. 327-49.
- FLANNERY M.J. (1986), « Asymmetric Information and the Risky Debt Maturity Choice », *Journal of Finance*, vol. 41, n°1, pp. 19-37.

G

- GAGEY F., al. (1989), « Dégradation et redressement de la situation des entreprises françaises entre 1973 et 1986 : un essai de synthèse », *Économie & prévision*, n° 88-89, pp. 11-23.
- GALLAIS-HAMONNO G., MOURGUES N. (1989), « L'organisation et les décisions financières de l'entreprise selon la théorie de l'agence : une synthèse de la littérature », *Revue d'économie financière*, juillet-septembre, pp.179-94.
- GAJEWSKI J.-F., GINGLINGER E. (1996) : Augmentation de capital en présence d'asymétrie d'information, *Revue Finéco (Canada)*, vol. 6, n°1 et 2, pp. 31-54.
- GAJEWSKI J.-F., GINGLINGER E. (1996), Information asymétrique et choix du mode d'émission d'actions, *Revue Finéco*, vol. 6, n° 1, 1^{er} semestre.
- GAUTHIER J. (1991), « Augmentation des fonds propres », *Editions comptables malesherbes*.
- GAVARD-PERRET M.-L., MOSCAROLA J. (1998), « Enoncé ou énonciation ? Deux objets différents de l'analyse lexicale en marketing », *Recherche et Applications en Marketing*, vol. 13, n° 2, pp. 31-47.
- GILSON S.C. (1997), « Transactions Costs and Capital Structure Choice : Evidence from Financially Distressed Firms », *The Journal of Finance*, vol. LII, n° 1, march.
- GILSON S.C. (1990), « Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders : Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control when Firms Default », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 355-387.
- GILSON S.C. (1989), « Management Turnover and Financial Distress », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 241-262.

- GILSON S.C., JOHN K., LANG L. (1990), « Troubled Debt Restructurings : An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 315-354.
- GINGLINGER E. (2000), « Les émissions d'actions : une revue de la littérature », *Gestion*, automne 2000, vol 25, pp. 92-103.
- GINGLINGER E. (1996), « Augmentation de capital en numéraire : faut-il maintenir le droit préférentiel de souscription? », *Revue Française de Gestion*, n° 107, pp. 5-17.
- GINGLINGER E. (1985), Le prix d'émission des actions nouvelles : une application de la théorie des options aux augmentations de capital, *Finance*, vol. 6, n° 1, pp. 23-40.
- GINGLINGER E. (1984), Augmentations de capital en numéraire et financement des sociétés cotées durant la période 1969-1982, Thèse de troisième cycle, Université Paris Dauphine.
- GINGLINGER E., GAJEWSKI J.-F. (1996), Augmentation de capital en présence d'asymétrie d'information, *Cahier de Recherche du CEREQ*, n°9608, Université Paris Dauphine.
- GINGLINGER E., SADDOUR K. (2007) : « La trésorerie des entreprises : explications et valorisation », *Banque & Marchés*, n° 90, septembre-octobre.
- GORGE J.-P., TANDE ARLETTE (1974), « Concentrations d'entreprises : ralentissement en 1973 », *Economie et statistique*, n° 58, juillet-août, pp. 49-60.
- GRUBER M. J., WARNER J. B. (1977), « Bankruptcy costs : Some Evidence », *The Journal of Finance*, vol. XXXII, n° 2, may.
- GUILHOT B. (2000), « Défaillances d'entreprises - Soixante-dix ans d'analyses théoriques et empiriques », *Revue Française de Gestion*, n° 130, septembre-octobre, pp. 52-67.

H

- HACHETTE I. (1994), « Opérations financières et transfert de richesse », *Presses Universitaires de France*, Paris.
- HAEHL J.-P. (1981), *les techniques de renflouement des entreprises en difficulté*, Préface de Paul DIDIER, sous la direction du Professeur J.M. Mousseron, *Librairies techniques*.
- HAMON J. (2001), La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique, *CEREG*, février, Université Paris-Dauphine.
- HANSEN R.S. & PINKERTON J.M. (1982), Direct equity financing: A resolution of a paradox, *The Journal of Finance*.
- HLADY-RISPAL M. (2002), *La méthode des cas : application à la recherche en gestion*, Bruxelles, De Boeck Université.
- HOUDA B. (2008), « Détresse Financière et Restructurations des structures de Gouvernance : Une Analyse de Survie », *La comptabilité, le Contrôle et l'Audit entre changement et Stabilité*, France.

I

J

- JAEGER. M (1996), « Le concept et les modèles d'évaluation d'options réelles : domaine, enjeux et limites », *Economies et sociétés*, sciences de gestion, n°22, pp. 33-60.
- JENSEN M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.

- JENSEN M.C., MECKLING W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- JOHN K., LANG L., NETTER J. (1992), « Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline », *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 891-917.

K

- KATIA RENAUD, CLAUDE ANANOU, NATHALY RIVERIN (2001), « Impasse financière : des solutions proactives pour le dirigeant de PME », août, *HEC*.
- KHOURY N. T., MEDINA E. (1985), « La structure du capital : une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie », *L'Actualité économique, Revue d'analyse économique*, vol. 61, n° 3, pp. 362-387.

L

- LANG L., POULSEN A., STULZ R. (1995), « Assets Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 3-37.
- LEBART L., SALEM A (1994), *Statistique textuelle*, Dunod, Paris, 342 p.
- LEVASSEUR M., QUINTART A. (2000), La capacité d'endettement, *Banque et Marchés*, n° 45, pp.5-20.

M

- MAATI J. (1998), « Le conseil d'administration : outil de contrôle et d'ordonnancement social des firmes en France », *Présentation au colloque de l'AFFI*, pp. 1-24.
- MAGNAN M. (2006), « Les options sur actions : création de richesse pour les actionnaires ou enrichissement des dirigeants au détriment des actionnaires ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol 9, n° 3, septembre, pp. 221–235.
- MALECOT J.-F. (1986), « Sait-on vraiment prévoir les défaillances d'entreprises ? », *Économies et Sociétés*, vol. 20, n° 12, décembre, pp. 55-82.
- MALECOT J.-F. (1985), « structure du capital et hypothèse de compensation », *Finance*, vol. 6, janvier.
- MALECOT J.-F. (1985), « Structure du capital et hypothèse de compensation : un point de vue critique », *Finance*, vol. 6, 1. p.77
- MALECOT J.-F. (1984), la mesure empirique des coûts de faillite, *Finance*, vol. 5, 2. p.73
- MANSALI H. (2009), « La gestion des résultats et les performances comptables à long terme des entreprises françaises émettrices d'actions », *Finance Contrôle Stratégie*, vol 12, n° 4, décembre, pp. 39-83.
- MANSALI H. (2005), Les performances opérationnelles à long terme des entreprises françaises émettrices d'actions, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 2, juin, pp. 207–235.
- MASQUEFA C. (2000), « La restructuration », Préface de Bernard Teyssié, *Librairie générale de droit et de jurisprudence - E.J.A.*

- MERCIER S. (2001), « L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de la littérature », *Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*, 13-14-15 juin.
- MILES M.B., HUBERMAN A.M. (2003), *Analyse des données qualitatives*, 2^{ème} édition, De Boeck, Paris.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1958) : The cost of capital, corporation finance and the theory of investments, *American economic review*, juin, pp. 411-33.
- MOLAY É. (2005), « La structure financière du capital : tests empiriques sur le marché français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.8, n° 4, décembre, pp.153 –175.
- MORAUX F. & RENAULT O. (2002), 30 ans de modèles structurels de risque de défaut, Finance contemporaine, Analyse, évaluation et applications, *Economica*, pp. 69-84.
- MORK R., SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1988), Management Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- MOURGUES N. (1991), « L'analyse du financement de l'entreprise selon la théorie des options », *Revue Française d'Economie*, automne 1991, vol. 6, n° 4, pp .89-119.
- MOURGUES N. (1990) : Les apports de la théorie de l'agence à l'analyse financière externe, *Actes du 11ème Congrès de l'Association Française de comptabilité*, Saint-Maur, 3-5 mai, vol. 2, pp. 476-99.
- MUCCHIELI A. (2004), *Dictionnaire des méthodes qualitatives en sciences humaines et sociales*, Colin, Paris.
- MUKENDWA KILONDA F. (2013), « Les déterminants de la démotivation au travail : une approche partenariale », *Université de Bretagne Occidentale*, Doctorat en sciences de gestion.

N

- NAVATTE P. (1998), Finance d'entreprise et théorie des options, *Ed. Economica*,
- NUENO P. (1993), Assainir l'entreprise en difficulté, Traduit de l'espagnol par Dominique LEPREUX, *Les éditions d'organisation*.
- NUMERO SPECIAL (2008) : Liquidité, *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, février, n° 11.

O

- OFEK E. (1993), « Capital Structure and Firm Response to Poor Performance. An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, pp. 3-30.

P

- PAILLAT N., PERRIER J.-P., PARENT D., LEVALLOIS R., PELLERIN D. (1997), « La détection précoce des difficultés financières des entreprises laitières québécoises », *Revue canadienne d'économie rurale*, n°45, p.131-144.
- PARANQUE B. (1994), « Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PMI. Méthodes d'analyse et appréciation des situations financières », *Revue d'économie industrielle*, vol. 67. 1er trimestre 1994. pp. 175-190.
- PIERMAY M. (1988), « Arbitrage entre le capital et la dette : actions contre obligations », *Revue d'économie financière*, n° 5/6.
- PIERRAT C. (2006), La gestion financière de l'entreprise, *Collection Gestion- Editions La Découverte*, Paris.

- PLANE M. et PUJALS G. (2009), Les banques dans la crise, *Revue de L'OFCE*, n° 110, juillet.
- POCHET C. (2001), « Le gouvernement de l'entreprise défailante : étude de trente plans de continuation », *Finance Contrôle Stratégie*, vol 4, n° 2, juin, pp. 149–181.
- POCHET C. (2001), « Le traitement légal de la défaillance et gouvernance : une comparaison internationale », *Revue Internationale de Droit Economique*, vol. 15, n° 4, pp. 465–488.
- POINCELOT E. (1999), « Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégageant du free cash-flow », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 1, pp. 75-89.
- POINCELOT E. (1997), « Information Asymétrique et choix financiers : Une note critique », *FINÉCO*, vol. 7, n° 1, 1^{er} semestre.
- POINCELOT E. et POINCELOT D. (2007), « Les sociétés cotées en France préparent-elles le marché à l'augmentation de leur capital par les rachats de leurs propres actions ? », *Cahier du FARGO*, n° 1071108, novembre.

Q

- Quiry P. et Le Fur Y. (2009), *Finance d'entreprise*, Pierre Vernimmen, 7^{ème} édition, Editions Dalloz.

R

- RAJAA MTANIOS, MATHIEU PAQUEROT (1999), « Structure de propriété et sous performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement

mensuel et le second marché », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 4, décembre, pp. 157-179.

- REFAIT C. (2004), « La prévision de la faillite fondée sur l'analyse financière de l'entreprise : un état des lieux », *Économie et Prévision*, vol 1, n° 162, pp. 129-147.
- RIVET A. (2007), « TPE en difficultés, TPS saines : quelles différences ? Métiers de l'artisanat », *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*, n° 228 – Organisation, novembre-décembre.
- Roll R. (1977), A Critique of The Capital Asset Pricing Theory's Tests, *Journal of Financial Economics*, vol 4, pp. 129-176
- ROSS S. (1977), « The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach », *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, n° 1, pp. 23-40.

S

- SANNAJUST A. (2009), « Motivations et conséquences des opérations de retrait de la cote : une étude internationale, *Université d'Auvergne Clermont-Ferrand I*, Doctorat en sciences de gestion.
- SAPORTA B. (2003), « Préférences théoriques, choix méthodologiques et recherche française en entrepreneuriat : un bilan provisoire des travaux entrepris depuis 10 ans », *Revue de l'Entrepreneuriat*, Vol. 2, n° 1, pp. 5-17.
- SCOYEZ-VAN POPPEL S., SÉVERIN É. (2001), « Les mesures de restructuration comme sources de restauration de la compétitivité et de la performance des entreprises : Une approche qualitative-Inductive », *Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*, 13-14-15 juin, p. 81.

- SÉVERIN É. (2006), La renégociation financière des entreprises en difficulté, *Revue française de gestion*, n° 166.
- SÉVERIN É. (2006), « Restructuration de l'entreprise – théorie et pratique », Préface de Michel Levasseur, *Ed. Economica*.
- SÉVERIN É., Dhennin S. (2003), « Structure du capital et mesure de restructuration », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 1, mars, pp. 155–186.
- SHARPE W. F. (1963), A Simplified Model for Portfolio Analysis, *Management Science*, vol 9, pp. 277-293
- SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1992), « Liquidation Values and Debt Capacity : A Market Equilibrium Approach », *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1343-1366.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-479.
- SMIDA A., GOMEZ-MEJIA A. (2010), « Entreprise stressée. Un essai de conceptualisation et une typologie », *Revue management & avenir*, septembre, pp.130-148.
- SPIESS D. K. & AFFLECK-GRAVES (1995), Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics*, vol 38, n° 3, pp. 243-267.
- STAKE R.E. (1994), « Case Studies », in N.K. Denzin & Y.S. Lincoln (Eds.), *Strategies of Qualitative Inquiry*, Sage Publications, vol. 2, chap. 4, pp. 86-109.
- STEPHAN S. (2012), « Un rebond au singulier pluriel : l'après transmission du cédant mature en PME », *Université de Bretagne Occidentale*, Doctorat réalisé sous la Direction du Professeur Christian CADIOU.

T

- THIETART R-A. et coll. (1999 [2003]), *Méthodes de recherche en management*, 2^{ème} édition, Paris, Editions Dunod, p. 537.

V

- VAN CALLIE D. (2000), « La détection des signaux financiers annonciateurs de faillite en contexte PME : une approche méthodologique spécifique », 5^{ème} *Congrès International Francophone sur la PME 25, 26 et 27 octobre*, Lille. CIFPME.
- VAN CALLIE D. et DIGHAYE A. (2002), « La recherche en matière de faillite d'entreprise : Un état de sa situation et de ses perspectives d'avenir », *Communication proposée à la XIème Conférence Internationale de Management Stratégique*, Paris - ESCP-EAP 5-7 juin.
- VERNIMMEN P. (1976), « Logique et politique - Finance d'entreprise », Paris, Dalloz.

W

- WACHEUX F. (1996), *Méthodes qualitative et recherche en gestion*, Economica, Paris.
- WILLIAMSON.O.E (1993), « Transaction cost economics and organization theory », *Industrial and Corporate Change*, vol 2, n°2, pp. 107-156.
- WOODSIDE A.G. & WILSON E.J. (2003), Case study research methods for theory building, *Journal of Business & Industrial*.

Y

- YIN R.K. (2003), « Case study research, design and methods », 3rd Edition, Thousand Oaks, CA : Sage publications.

Webographie

www.google.fr	http://www.cbanque.com	http://bourse.trader-finance.fr
www.scholar.google.fr	http://www.zonebourse.com	http://www.zonebourse.com
http://www.amf-france.org/	http://www.nextnews.fr	http://www.abcbourse.com
www.lesechos.fr	http://www.boursier.com	http://abcbourse.com
www.latribune.fr	http://www.actufinance.fr	http://archives.lesechos.fr
http://www.lemonde.fr/	http://www.quintaindustries.com	http://www.tradingsat.com
http://www.lefigaro.fr	http://lexpansion.lexpress.fr	http://www.easybourse.com
http://www.20minutes.fr	http://bourse.trader-finance.fr	http://lecodunord.fr
http://www.daily-bourse.fr	http://www.nextnews.fr	http://www.lavoixeco.com
		http://fr.reuters.com

Consultation des sites des sociétés

Table des matières

Introduction générale.....	7
0.1. Le contexte général de la recherche.....	8
0.1.1. L'objet de la recherche.....	9
0.1.2. La motivation de la recherche.....	11
0.2. Les objectifs de la recherche.....	12
0.2.1. L'intérêt de la recherche.....	13
0.2.1.1. L'intérêt académique de la recherche.....	13
0.2.1.2. L'intérêt pratique de la recherche.....	14
0.2.2. La problématique de la recherche.....	14
0.2.3. La posture épistémologique de la recherche.....	16
0.3. L'architecture de la recherche.....	18
Titre 1 : L'analyse exploratoire de l'augmentation de capital en situation difficile.....	22
Introduction du titre 1.....	23
Chapitre 1 : L'approche conceptuelle de l'augmentation de capital en situation difficile.....	25
1.1. Section n° 1 : L'analyse du circuit financier et de l'augmentation de capital.....	25
1.1.1. Le circuit financier.....	25
1.1.1.1. La description du circuit financier.....	26
1.1.1.2. Les catégories d'agent dans le circuit financier.....	28
1.1.1.2.1. Les actionnaires anciens majoritaires.....	28
1.1.1.2.2. Les actionnaires anciens minoritaires.....	29
1.1.2. L'augmentation de capital avec les droits de souscription.....	29

1.1.2.1. Les variables ayant une influence sur l'augmentation de capital.....	31
1.1.2.2. Les caractéristiques de l'augmentation de capital.....	32
1.1.2.3. La définition et l'objet de l'augmentation de capital.....	32
1.1.2.4. Les fonds propres.....	33
1.1.2.5. La répartition des droits de propriété	33
1.1.2.6. Le droit préférentiel de souscription (DPS).....	34
1.1.2.7. La dilution du contrôle	36
1.1.2.8. Le prix d'émission (PE).....	37
1.1.2.9. La valeur réelle.....	37
1.1.2.10. La finalité de l'augmentation de capital.....	38
1.1.2.11. L'augmentation de capital : un financement résiduel ou conjoncturel.....	38
1.1.2.12. La recapitalisation financière et ses risques.....	39
1.2. Section n° 2 : L'analyse de la situation difficile.....	39
1.2.1. La notion de restructuration financière.....	40
1.2.2. La notion de difficulté financière.....	40
1.2.3. Les signaux annonciateurs de la situation de difficile.....	42
1.2.4. La définition de l'entreprise en situation difficile	46
1.2.4.1. Notre définition de l'entreprise en situation difficile.....	48
1.2.5. La typologie des états de la situation difficile.....	49
1.2.6. L'évaluation des coûts de la situation difficile.....	51
1.2.6.1. Les coûts directs de la situation difficile.....	51
1.2.6.2. Les coûts indirects de la situation difficile.....	52
1.2.6.3. L'analyse des coûts de la situation difficile.....	52
1.2.7. La présentation des théories de la structure financière de l'entreprise.....	52
1.2.7.1. La théorie d'agence.....	53
1.2.7.2. La théorie liée au transfert de richesse.....	54

1.2.7.3. La théorie d'économie fiscale.....	55
1.2.7.4. La théorie de signalisation.....	55
1.3. Section n°3 : L'impact optionnel de l'augmentation de capital en situation difficile.....	56
1.3.1. Les implications optionnelles à la valorisation des capitaux propres et des dettes : La position des actionnaires et des créanciers.....	57
1.3.2. L'application de la lecture optionnelle du bilan d'une société en difficulté.....	63
1.3.3. La théorie de la lecture optionnelle du bilan de la structure de financement.....	65
1.3.4. Les autres articles de recherche.....	67
Conclusion du chapitre 1.....	71
Chapitre 2 : L'étude exploratoire : Le cas CGG.....	74
2.1. Les objectifs de la recherche exploratoire.....	74
2.1.1. Objectif n°1 : Affiner la délimitation du sujet.....	75
2.1.2. Objectif n°2 : Elaborer un protocole méthodologique.....	75
2.1.3. Objectif n°3 : Conforter la problématique et les théories mobilisées.....	75
2.2. Le plan de la recherche exploratoire.....	76
2.3. Section 1 : La mise en œuvre du cas exploratoire.....	77
2.3.1. La présentation de la méthode de recherche par l'étude de cas.....	78
2.3.2. La prise de connaissance du cas exploratoire : Le cas CGG.....	79
2.3.2.1. Les informations générales sur le cas CGG.....	79
2.3.2.2. Les informations sur le capital et sur la cotation du titre CGG.....	79
2.3.2.3. Les informations sur l'évolution d'activité de CGG.....	80
2.4. Section 2 : La légitimation de l'objet de recherche : Le processus d'analyse de la situation difficile.....	83
2.4.1. L'identification des causes comptables et boursières de la situation difficile de CGG avant son augmentation de capital du 05 novembre 1999.....	85

2.4.1.1. La mesure de la performance et l'identification des causes de la situation difficile au 30 juin 1999.....	87
2.4.1.2. L'analyse des données comptables et financières : Période de janvier 1996 au 30 juin 1999.....	90
2.4.1.3. L'analyse des données boursières : Période de janvier 1996 au 30 juin 1999.....	93
2.4.2. L'analyse des réactions des actionnaires anciens pendant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999.....	95
2.4.2.1. Le déroulement de l'augmentation de capital.....	95
2.4.2.2. La structure actionnariale.....	97
2.4.2.3. La politique de financement.....	99
2.4.2.4. L'analyse des conséquences de l'augmentation de capital (Date de situation : 05 novembre 1999).....	100
2.4.2.4.1. L'analyse des données comptables et financières : Période du 30 juin 1999 au 31 décembre 1999.....	100
2.4.2.4.2. L'analyse des données boursières : Période du 30 juin 1999 au 31 décembre 1999.....	106
2.4.2.4.3. Les caractéristiques de l'augmentation de capital.....	107
2.4.2.4.4. Les conséquences propres à l'augmentation de capital.....	108
2.4.2.4.5. L'évolution du cours de CGG durant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999.....	110
2.4.2.4.6. La dilution de contrôle.....	111
2.4.2.4.7. La dilution des résultats.....	112
2.4.2.4.8. La gestion de la dilution et le risque de perte de contrôle : La fiction de création – destruction de la valeur.....	113
2.4.3. L'analyse des effets d'annonce de l'augmentation de capital : La création de valeur financière.....	117

2.4.3.1. La méthode d'étude d'événement pour un titre.....	117
2.4.3.1.1. La date d'événement.....	118
2.4.3.1.2. Le modèle de marché et le calcul des rendements.....	119
2.4.3.1.3. La normalisation des rendements anormaux.....	119
2.4.3.1.4. L'échantillon des données	120
2.4.3.2. Les tests statistiques.....	121
2.4.3.3. Les résultats des effets d'annonce.....	122
2.4.3.3.1. Les rendements anormaux et anormaux normalisés.....	122
2.4.3.3.2. Les résultats des tests statistiques.....	128
2.4.3.3.3. L'interprétation des résultats des tests statistiques.....	129
2.4.3.3.4. La synthèse des résultats significatifs de l'étude d'événement de CGG.....	131
2.5. Sections n° 3 : Les enseignements et la synthèse de la recherche exploratoire.....	132
2.5.1. Les enseignements de la recherche exploratoire.....	133
2.5.2. La synthèse de la recherche exploratoire.....	137
Conclusion du chapitre 2.....	139
Conclusion du titre 1.....	142
Titre 2 : L'essai de la généralisation de l'augmentation de capital en situation difficile : L'analyse confirmatoire.....	144
Introduction du titre 2.....	145
Chapitre 3 : Les effets d'annonce de l'augmentation du capital en situation difficile : L'essai de la généralisation	147
3.1. Section n° 1 : La méthodologie d'étude d'événement pour un échantillon.....	147
3.1.1. La définition de la date d'annonce.....	148
3.1.2. La sélection des titres.....	149

3.1.3. Le choix de la fenêtre d'événement.....	156
3.1.4. Le choix de la période d'estimation des paramètres.....	156
3.1.5. Le calcul des paramètres.....	157
3.1.5.1. La rentabilité de référence.....	157
3.1.5.2. La normalisation des rentabilités anormales pour un échantillon.....	159
3.2. Section n° 2 : La procédure des tests statistiques.....	161
3.2.1. Le test t de Student.....	161
3.2.2. Le test de Wilcoxon.....	164
3.3. Section n° 3 : La présentation des résultats et des analyses de l'étude d'événement.....	166
3.3.1. Le tableau des rendements moyens.....	167
3.3.2. Le tableau du cumul des rendements moyens.....	168
3.3.3. Graphe : L'appréciation de la vitesse d'intégration de l'information dans le cours boursier	169
3.3.4. L'analyse de la corrélation des indices boursiers du marché français.....	171
3.3.5. Les résultats et les analyses du test du t de Student sur les RAM et ASAR.....	172
3.3.6. Les résultats et les analyses du test du t de Student sur les RAMC et ASARC.....	174
3.3.7. Les résultats et les analyses du test de Wilcoxon sur les RAM et ASAR.....	176
3.3.8. Les résultats et les analyses du test de Wilcoxon sur les RAMC et ASARC.....	178
3.3.9. La synthèse des résultats significatifs de l'étude d'événement.....	180
Conclusion du chapitre 3.....	181
Chapitre 4 : L'analyse de l'augmentation de capital par les investisseurs particuliers : La triangulation des données quantitatives et qualitatives.....	183
4.1. Section n° 1 : La démarche qualitative.....	183
4.1.1. Le recueil des données.....	184
4.1.1.1. Le guide d'entretien.....	185
4.1.2. Le traitement des données.....	187

4.1.2.1. La méthode d'analyse.....	187
4.2. Section n° 2 : Les analyses de sens et textuelles lexicales.....	188
4.2.1. L'analyse de sens des entretiens.....	188
4.2.1.1. L'entretien n° 1 avec le premier questionnaire d'actifs.....	188
4.2.1.2. Les résultats de l'analyse de sens du premier entretien.....	195
4.2.1.3. L'entretien n° 2 avec le deuxième questionnaire d'actifs.....	197
4.2.1.4. Les résultats de l'analyse de sens du deuxième entretien.....	203
4.2.1.5. La synthèse des résultats des analyses de sens.....	205
4.2.2. L'analyse lexicale textuelle.....	209
4.2.2.1. Les résultats de l'analyse lexicale textuelle.....	210
4.2.2.2. L'interprétation des axes et des classes de l'analyse lexicale.....	211
4.2.2.3. L'analyse factorielle en coordonnées (AFC).....	213
4.3. Section n° 3 : Synthèse et discussion.....	216
4.3.1. La présentation du modèle de la recherche.....	216
4.3.2. L'analyse du modèle de la recherche.....	218
4.3.1. Synthèse et discussion de la recherche.....	222
Conclusion du chapitre 4.....	226
Conclusion du titre 2.....	229
Conclusion générale.....	236
5.1. La synthèse des résultats de recherche.....	236
5.2. Les apports de la recherche.....	243
5.2.1. Les apports théoriques.....	243
5.2.2. Les apports méthodologiques.....	245
5.2.3. Les implications managériales de la recherche.....	246
5.3. Les limites et les perspectives de recherches futures.....	246

Liste des figures, des tableaux, des encadrés et des graphiques

Figure 0.1 : Le plan de l'introduction.....	7
Figure 0.2 : Le design de la méthodologie mixte.....	16
Figure 0.3 : L'architecture de la thèse.....	21
Figure 0.4 : La description du circuit financier.....	26
Figure 0.5 : Le rappel des procédures applicables à l'entreprise.....	50
Figure 0.6 : L'architecture du chapitre exploratoire.....	74
Figure 0.7 : Le plan du chapitre exploratoire.....	77
Figure 0.8 : L'architecture de la section 1 du chapitre exploratoire.....	78
Figure 0.9 : L'architecture de la section 2 du chapitre exploratoire.....	84
Figure 10 : L'évolution du cours de CGG pendant l'augmentation de capital de 1999.....	110
Figure 11 : L'architecture de la section 3 du chapitre exploratoire.....	132
Figure 12 : Pré-modèle sur les augmentations de capital en situation difficile.....	136
Figure 15 : Les résultats de l'analyse factorielle en coordonnées (AFC).....	215
Figure 16 : Le modèle général de la recherche sur la gestion des actions décotées.....	217

Tableau 0.1 : Le choix d'utilisation du DPS par les souscripteurs.....	36
Tableau 0.2 : L'analyse optionnelle du bilan de CGG.....	63
Tableau 0.3 : La mesure de la performance et l'identification des causes de la situation difficile de CGG avant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999.....	87-89
Tableau 0.4 : Tableau de bord boursier de CGG au 30 juin 1999 avant l'augmentation de capital du 05 novembre 1999.....	94
Tableau 0.5 : L'actionnariat de CGG au 5 novembre 1999.....	98
Tableau 0.6 : L'analyse des conséquences économiques et financières de l'augmentation de capital du 05 novembre 1999.....	101-103
Tableau 0.7 : Tableau de bord boursier de CGG lors de l'augmentation de capital du 5 novembre 1999.....	106
Tableau 0.8 : Les conséquences propres à l'augmentation de capital.....	109
Tableau 0.9 : La mesure de la dilution du contrôle des actionnaires anciens minoritaires....	111
Tableau 10 : La mesure de la dilution sur les résultats.....	112
Tableau 11 : La liste des rendements normaux, anormaux et anormaux normalisés de CGG.....	126
Tableau 12 : Le cumul des rendements anormaux de CGG (Indice : SBF 120).....	127
Tableau 13 : Les résultats du test t de Student sur les RAMC et sur les ASARC (CGG).....	128
Tableau 14 : Les résultats du test de Wilcoxon sur les RAMC et sur les ASARC (CGG).....	129

Tableau 15 : La synthèse des résultats significatifs de l'étude d'événement de CGG.....	131
Tableau 16 : La synthèse de l'échantillon des 30 cas des augmentations de capital.....	150-155
Tableau 17 : Le récapitulatif des rendements normaux moyens, anormaux moyens et anormaux normalisés moyens de l'échantillon.....	167
Tableau 18 : Le récapitulatif du cumul des rendements normaux moyens, anormaux moyens et anormaux normalisés moyens de l'échantillon.....	168
Tableau 19 : La mesure de la corrélation des indices boursiers du marché français.....	171
Tableau 20 : Les résultats du test t de Student sur les RAM et ASAR de l'échantillon.....	172
Tableau 21 : Les résultats du test t de Student sur les RAMC et ASARC de l'échantillon.....	174
Tableau 22 : Les résultats du test Wilcoxon sur les RAM et ASAR de l'échantillon.....	176
Tableau 23 : Les résultats du test Wilcoxon sur les RAMC et ASARC de l'échantillon.....	178
Tableau 24 : La synthèse des résultats significatifs de l'étude d'événement de l'échantillon de la thèse.....	180
Tableau 25 : Les résultats d'analyse de sens du premier entretien.....	195-196
Tableau 26 : Les résultats d'analyse de sens du deuxième entretien	203-204
Tableau 27 : La synthèse des résultats des analyses de sens des entretiens semi-directifs effectués.....	206-208
Tableau 28 : Les résultats de l'analyse lexicale.....	210

Encadré 0.1 : Les caractéristiques de l'augmentation de capital du 05 novembre 1999.....107

Encadré 0.2 : Le guide d'entretien semi-directif.....186

Graphe 0.1 : La représentation graphique des possibilités d'acquisition et de cession du titre CGG.....	115
Graphe 0.2 : L'observation des rendements anormaux de CGG (Période d'estimation : 250 jours).....	122
Graphe 0.3 : L'observation des rendements anormaux de CGG (Période d'estimation : 75 jours).....	123
Graphe 0.4 : L'observation des rendements anormaux normalisés de CGG (Période d'estimation : 250 jours).....	123
Graphe 0.5 : L'observation des rendements anormaux normalisés de CGG (Période d'estimation : 75 jours).....	124
Graphe 0.6 : L'observation du cumul des rendements anormaux de CGG (Période d'estimation : 250 jours).....	124
Graphe 0.7 : Appréciation de la vitesse d'intégration de l'annonce de l'augmentation de capital dans le cours boursier.....	169

ANNEXES

Les annexes du cas exploratoire

Tableau 29 : Evolution successive du capital de CGG.....	286-287
--	---------

Liste des annexes des 30 cas

Liste des rendements normaux sur la période d'estimation de 250 jours.....	288-289
Liste des rendements normaux sur la période d'estimation de 75 jours.....	290-291
Liste des rendements anormaux sur la période d'estimation de 250 jours.....	292-293
Liste des rendements anormaux sur la période d'estimation de 75 jours.....	294-295
Liste des rendements anormaux normalisés sur la période d'estimation de 250 jours...	296-297
Liste des rendements anormaux normalisés sur la période d'estimation de 75 jours....	298-299
Liste des rendements cumulés.....	300

Les annexes de l'analyse lexicale

La synthèse du traitement de l'analyse lexicale.....	301
Le rapport de synthèse de l'analyse lexicale.....	302
Le détail des résultats de l'analyse lexicale de la classe 1.....	303
Le détail des résultats de l'analyse lexicale de la classe 2.....	304
Le détail des résultats de l'analyse lexicale de la classe 3.....	305

Le détail des résultats de l'analyse lexicale de la classe 4.....	306
Les analyses factorielles en corrélations et en coordonnées.....	307

Tableau d'évolution du capital de CGG

Selon le rapport annuel de CGG concernant l'année 1999, l'augmentation de capital avec les droits de souscription réalisée, a donné lieu à la souscription de 2 409 174 actions nouvelles de 10 francs de nominal au prix de 37 euros (environ 242 francs), soit un montant global brut de 89 139 438 euros. Ci-après le tableau d'évolution du capital de CGG.

Année	Opérations	Nominal	Nombre d'actions émises	Montant de la prime d'émission	Montant de l'augmentation de capital	Montants successifs du capital
Fcs (Valeur en francs français sauf indication particulière)						
1999						
	Levées au 31 décembre 1999 d'options de souscription d'actions	10 Fcs	1 091	162 471	10 910	92 733 840
	Augmentation de capital en numéraire réalisée le 13 décembre 1999	10 Fcs	1 777 071	543 869 473	17 770 710	92 722 930
	Augmentation de capital en numéraire réalisée le 10 décembre 1999	10 Fcs	2 409 174	560 624 643	24 091 740	74 952 220
	Levées au 22 novembre 1999 d'options de souscription d'actions	10 Fcs	1 242	210 916	12 420	50 860 480
	Levées au 2 novembre 1999 d'options de souscription d'actions	10 Fcs	691	160 890	6 910	50 848 060
	Levées au 31 Août 1999 d'options de souscription d'actions	10 Fcs	9 330	1 584 420	93 300	50 841 150

1998

Levées au 31 décembre 1998 d'options de souscription d'actions	10 Fcs	10 977	2 678 190	109 770	50 747 850
Levées au 31 mars 1998 d'options de souscription d'actions	10 Fcs	1 941	774 226	19 410	50 638 080

1997

Levées au 31 décembre 1997 d'options de souscription d'actions	10 Fcs	17 214	5 313 969	172 140	50 618 670
Augmentation de capital en numéraire réalisée le 31 juillet 1997	10 Fcs	68 917	24 992 125	689 170	50 446 530
Augmentation de capital en numéraire réalisée le 14 mai 1997	10 Fcs	1 104 000	494 066 252	11 040 000	49 757 360
Levées au 28 février 1997 d'options de souscription	10 Fcs	294	49 927	2 940	38 717 360

1996

Levées au 31 décembre 1996 d'options de souscription d'actions	10 Fcs	26 092	4 430 943	260 920	38 714 420
Augmentation de capital en numéraire réalisée le 28 juin 1996	10 Fcs	769 070	202 336 547	7 690 700	38 453 500

Tableau 29 : Evolution successive du capital de CGG

Liste des rendements normaux sur la période d'estimation de 250 jours

RN	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 1	-0,00012737	0,002343056	-0,00120724	-0,00996163	-0,02282932	0,014988373	0,004758084	0,025232828	-0,00657896	-0,00590148	-0,00568289	0,002258137	0,008061063
Société 2	-0,0166594	-0,00039089	0,005645882	-0,00311827	0,010970179	-0,00103551	-0,00745963	0,007302085	0,004316454	-0,00098304	0,00848279	-0,00253871	0,005985905
Société 3	0,000656985	0,001099004	-0,0026809	-0,00548785	-0,00067173	-0,0012646	-0,00140938	-0,00312222	-0,00545872	-0,00094517	-0,00624624	0,00089021	-0,00321889
Société 4	-0,01907667	-0,00785703	-0,00458002	0,021402518	-0,00039579	0,001089124	-0,00028077	0,011119996	-0,00574675	-0,00311171	0,000476355	8,43975E-05	0,009609164
Société 5	0,000226317	-0,00663968	-0,00288416	0,008952421	-0,0026023	0,002828797	-0,01316635	0,004750729	-0,00401829	0,010280668	0,002388674	0,000644023	0,005146301
Société 6	-0,00107499	-0,00290175	3,47782E-05	-0,00246763	-0,00380664	-0,00072978	-0,00135209	-0,00245669	-0,00048368	-0,00278095	-0,00100412	-0,00324764	-0,0009534
Société 7	-0,00265619	-0,00141879	-0,00307846	-0,00279619	0,000292852	-0,00452839	-0,005006	-0,00058253	0,001217884	-0,0018166	0,00026951	-0,00339877	-0,00196686
Société 8	-0,00224754	-0,00317447	-0,0046932	-0,00137363	-0,00167046	-0,00293397	-0,00467721	-0,00281015	-0,00031567	0,000194063	-0,00193343	-0,00207026	-0,00031128
Société 9	-0,00333898	0,001074126	-0,00264222	-0,00451836	-0,0087297	0,000121341	-0,00048178	0,0048273	-0,00463121	-0,00354161	-0,00763332	0,004891679	-0,01029377
Société 10	0,00020885	-2,5111E-05	-0,00117963	-0,0013956	0,000432246	-0,00195387	-0,00284792	-0,00113198	-0,00140509	0,000484352	0,000719432	-0,00060088	0,000487488
Société 11	-0,00038285	-0,00637131	0,007389341	0,00460618	-0,00033394	0,008489977	-0,0017841	0,006162418	-0,0038713	0,006389233	-0,00737394	-0,00229333	-0,00918601
Société 12	-0,00141681	0,001299645	0,000337512	0,001719367	0,000279364	5,49518E-05	0,000810357	0,00033804	-0,00032504	0,001131183	-0,00053119	-0,00024496	-0,00127707
Société 13	0,001716866	-0,00035751	0,000325372	0,001123545	-0,00032212	0,000452538	0,00172891	5,34503E-05	-0,00021827	0,000808256	-0,00015772	0,000408294	-0,00085378
Société 14	0,000644399	-0,00426738	-0,01019891	-9,683E-05	0,001037661	0,007092164	-0,00315309	-2,3239E-05	-0,0040958	-0,00464029	-0,00586122	0,004976833	0,003588195
Société 15	-0,00370481	0,00432504	0,00376525	-0,00797902	0,000621154	0,007665897	-0,0007993	-0,00192691	0,007267339	-0,00377725	0,00841814	-0,00823725	0,001532176
Société 16	0,001609945	3,91561E-05	-0,00012881	-0,00095768	-0,00111273	0,000199539	-0,00151353	-0,0021554	-0,00092347	-0,00111954	0,000236948	0,000405719	-0,00054218
Société 17	-0,00127836	-0,0065061	0,005506501	0,003076893	-0,00123567	0,00646732	-0,00250161	0,004435437	-0,00432367	0,00463344	-0,00738135	-0,00294616	-0,00896323

NB : Pour des raisons de confidentialité des données, les noms des sociétés concernées ne sont pas divulgués dans ce travail doctoral. Pour remédier à cette situation, nous avons choisi un nom anonyme auquel est associé le rang de ladite société dans l'échantillon des 30 cas.

Suite

RN	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 18	-0,00516336	-0,0020304	0,001631465	-0,00500098	-0,00144699	0,004408767	-0,00327793	-0,00452452	0,000184978	-0,00424674	-0,00164997	-0,00744016	-0,00241502
Société 19	-0,0018943	-0,00204028	-0,00324872	-0,00223018	-0,00335051	-0,0016368	-0,00190738	-0,00182772	-0,00272687	-0,00302831	-0,00221373	-0,00274214	-0,00234463
Société 20	-0,00015974	-0,00162216	0,001001917	0,000361827	-0,00116052	-0,00049828	0,00268652	-0,00072704	-0,00206247	-0,00324797	0,00027547	0,000951753	-0,0015856
Société 21	0,000626466	-0,00011879	-0,00042722	0,004097122	-0,00395476	-0,00733286	-0,00985463	-0,00462451	0,005147428	-0,01619968	0,000232378	-0,0122364	0,000102313
Société 22	-0,00135492	0,001246611	-0,0011285	-0,00079389	-0,00137145	-0,00128654	-0,00132153	-0,00185532	0,001556471	0,000197333	-0,00054253	-0,00088717	-0,00054916
Société 23	0,000953221	0,001814746	-6,8331E-05	0,000100049	0,000816796	0,001805673	0,000746554	-0,00066847	-0,00095763	0,000249224	0,000326842	-0,00067097	-3,3029E-05
Société 24	0,010571181	-0,00096388	-0,02087	0,00364347	-0,01030736	-0,00202859	-0,00340949	0,016216808	0,001011785	-0,00017862	-0,00961141	0,008906197	0,001969953
Société 25	-0,00408844	0,007221715	0,000172457	0,004085443	-0,00964292	0,00530571	-0,00846327	-0,00133796	-0,01380012	0,000104449	-0,0050534	-0,01276913	0,001032813
Société 26	-0,0002071	0,013548152	0,00246297	-0,00265308	0,009809878	-0,01578936	-0,02466676	-0,0192646	0,023413437	-0,00882261	-0,00259421	-0,00683443	0,013161352
Société 27	0,001158964	0,003171724	0,001074267	0,000747396	0,001847693	0,001159732	0,000193916	0,002314996	-0,00010636	0,000310553	-0,00119278	0,001226695	0,002313826
Société 28	-0,00065485	0,000264085	0,001607896	-0,00036877	-0,00018251	-0,00338399	-0,00279002	-0,00230739	-0,0005982	0,002658093	0,00158039	-0,00258405	-0,00208014
Société 29	-0,00180676	-0,00167408	-0,00151278	-0,00189502	-0,00174435	-0,00134886	-0,0018686	-0,0021436	-0,00215384	-0,00160682	-0,00130696	-0,00145679	-0,00196477
Société 30	-0,00141161	-0,00301832	-0,00425407	-0,00221814	-0,00222562	-0,00519648	-0,00276351	-0,00269513	-0,00247537	-0,00097067	-0,00326712	-0,00536253	-0,0029158

Liste des rendements normaux sur la période d'estimation de 75 jours

RN	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 1	0,00099245	0,00440939	-0,00050115	-0,01260965	-0,0304074	0,02189957	0,0077497	0,03606904	-0,00793097	-0,00699392	-0,00669158	0,00429194	0,01231817
Société 2	-0,01149927	0,00187909	0,00684342	-0,00036376	0,01122184	0,00134899	-0,00393386	0,00820539	0,00575017	0,00139214	0,00917634	0,00011284	0,00712304
Société 3	0,01049242	0,01266038	-0,00587884	-0,01964608	0,0039755	0,00106766	0,00035755	-0,00804338	-0,0195032	0,00263433	-0,02336576	0,01163632	-0,00851754
Société 4	-0,04230744	-0,01752769	-0,01029008	0,04709509	-0,00104876	0,00223083	-0,00079473	0,02438507	-0,01286691	-0,00704716	0,00087747	1,1789E-05	0,02104823
Société 5	0,00043659	-0,00674541	-0,00281704	0,00956432	-0,00252221	0,00315885	-0,01357248	0,00516924	-0,00400338	0,0109537	0,00269847	0,00087352	0,00558302
Société 6	0,00241336	-0,00158132	0,00484016	-0,00063201	-0,00356011	0,00316825	0,00180741	-0,00060809	0,00370641	-0,00131716	0,00256834	-0,00233771	0,00267924
Société 7	-0,0024726	-0,00219553	-0,00256716	-0,00250395	-0,00181227	-0,00289182	-0,00299876	-0,00200828	-0,00160514	-0,00228461	-0,00181749	-0,00263888	-0,00231825
Société 8	-0,00761455	-0,01004753	-0,01403385	-0,00532076	-0,00609986	-0,00941628	-0,01399187	-0,00909127	-0,00254386	-0,00120592	-0,0067901	-0,00714924	-0,00253232
Société 9	-0,00517499	-0,00043076	-0,00442595	-0,00644286	-0,01097018	-0,00145504	-0,00210342	0,00360401	-0,00656417	-0,00539282	-0,00979153	0,00367322	-0,0126516
Société 10	0,00239757	0,00199394	2,1832E-06	-0,00037039	0,00278297	-0,00133351	-0,00287591	8,4391E-05	-0,00038676	0,00287286	0,00327841	0,00100064	0,00287827
Société 11	6,5321E-05	-0,00939462	0,01234298	0,00794645	0,00014258	0,01408165	-0,00214823	0,01040482	-0,00544536	0,01076312	-0,01097845	-0,00295266	-0,01384097
Société 12	-0,00064982	0,00019831	-0,00010209	0,00032935	-0,00012024	-0,00019031	4,5542E-05	-0,00010192	-0,00030895	0,00014571	-0,00037331	-0,00028395	-0,00060619
Société 13	0,0065049	0,00335337	0,00439085	0,00560349	0,00340714	0,00458405	0,00652319	0,00397773	0,00356492	0,00512448	0,00365691	0,00451683	0,0025994
Société 14	-0,00127382	-0,00610864	-0,01194723	-0,00200343	-0,00088672	0,00507292	-0,00501181	-0,001931	-0,00593975	-0,00647571	-0,0076775	0,00299073	0,00162385
Société 15	-0,00435675	0,0132207	0,01199531	-0,01371306	0,00511284	0,02053389	0,00200345	-0,00046491	0,01966144	-0,00451533	0,02218056	-0,01427833	0,00710708
Société 16	0,00127599	0,00044618	0,00035745	-8,0421E-05	-0,00016233	0,00053091	-0,00037406	-0,00071314	-6,2349E-05	-0,00016593	0,00055067	0,00063983	0,00013908
Société 17	-0,00051537	-0,00523926	0,00561556	0,00342012	-0,00047679	0,00648378	-0,00162073	0,00464773	-0,00326717	0,00482665	-0,00603015	-0,00202242	-0,00745957

Suite

RN	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 18	-0,00700249	-0,00335326	0,00091204	-0,00681335	-0,00267371	0,00414701	-0,00480637	-0,00625837	-0,00077281	-0,00593482	-0,00291014	-0,00965447	-0,00380125
Société 19	-0,0025235	-0,00331303	-0,00984858	-0,00434007	-0,01039912	-0,00113091	-0,00259427	-0,00216342	-0,00702628	-0,00865654	-0,00425109	-0,00710885	-0,00495902
Société 20	-0,0006334	-0,00273671	0,00103734	0,00011674	-0,00207277	-0,0011203	0,00346021	-0,00144931	-0,00336999	-0,00507503	-7,4631E-06	0,0009652	-0,00268414
Société 21	-0,00081345	-0,00141606	-0,00166545	0,00199289	-0,00451779	-0,0072493	-0,00928837	-0,00505935	0,00284216	-0,01441893	-0,00113211	-0,01121425	-0,00123728
Société 22	-7,4288E-07	0,00236013	0,00020473	0,00050839	-1,5741E-05	6,1312E-05	2,9559E-05	-0,00045485	0,00264132	0,00140791	0,0007365	0,00042374	0,00073048
Société 23	0,00210539	0,00452194	-0,00076002	-0,00028773	0,00172272	0,00449649	0,0015257	-0,00244341	-0,00325448	0,00013071	0,00034842	-0,0024504	-0,00066101
Société 24	0,00842949	-0,00142717	-0,01843688	0,00250979	-0,00941115	-0,00233697	-0,00351694	0,01325366	0,00026102	-0,00075617	-0,00881645	0,00700677	0,00107977
Société 25	-0,00515558	0,00953922	0,00038042	0,0054644	-0,01237229	0,00704984	-0,01083962	-0,001582	-0,01777357	0,00029206	-0,00640932	-0,01643404	0,00149824
Société 26	-0,00089059	0,01574958	0,00233947	-0,00384958	0,01122727	-0,01974096	-0,03048024	-0,02394508	0,02768394	-0,01131306	-0,00377836	-0,0089079	0,01528165
Société 27	0,00196093	0,00491521	0,00183661	0,00135684	0,00297183	0,00196206	0,00054446	0,00365772	0,00010371	0,00071565	-0,0014909	0,00206034	0,00365601
Société 28	0,00081165	0,00163178	0,0028311	0,00106697	0,00123321	-0,00162404	-0,00109393	-0,0006632	0,00086221	0,00376837	0,00280655	-0,00091012	-0,00046038
Société 29	-0,00043589	3,8361E-05	0,00061488	-0,00075135	-0,00021282	0,00120078	-0,00065695	-0,00163985	-0,00167649	0,00027878	0,00135056	0,00081503	-0,00100066
Société 30	-0,00432489	-0,00475122	-0,00507912	-0,0045389	-0,00454088	-0,00532919	-0,00468361	-0,00466546	-0,00460715	-0,00420788	-0,00481724	-0,00537325	-0,00472402

Liste des rendements anormaux sur la période d'estimation de 250 jours

AR	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 1	0,00094159	0,00885211	-0,00124256	-3,8896E-05	0,00217799	-0,00283811	-0,03090342	0,03999448	0,02291695	0,01298427	0,00086627	-0,00167731	0,00777006
Société 2	-0,01823845	-0,0117581	-0,00483911	0,00733133	-0,02209297	-0,02557601	-0,01214415	0,02854575	0,02158727	0,00098304	-0,03513403	0,00253871	-0,01881633
Société 3	-0,00065699	0,00996754	0,02916994	-0,00491598	-0,03211974	0,07184498	-0,01082386	-0,0146068	0,21694132	0,2184297	0,18670249	0,19223181	-0,11802309
Société 4	0,01907667	0,00785703	0,00458002	-0,02140252	0,00039579	0,44606733	0,00028077	-0,01112	0,00574675	0,00311171	-0,00047636	-8,4398E-05	-0,00960916
Société 5	-0,01594907	-0,00042179	-0,00533012	-0,02050655	-0,0059974	-0,01160318	-0,0323445	0,02874961	0,00813441	-0,0384915	0,22236537	-0,0722485	0,00497792
Société 6	0,00381836	0,00125781	0,01294618	0,00246763	0,00380664	0,00072978	0,0724641	0,00245669	-0,00406374	-0,02415707	0,00048594	0,00324764	-0,00372986
Société 7	0,00265619	0,00141879	0,00307846	0,00279619	-0,00029285	0,01877009	0,005006	0,00058253	-0,00121788	-0,03160699	-0,00026951	0,09682001	0,0788066
Société 8	0,00224754	0,00317447	0,0046932	-0,00329569	0,00167046	0,00293397	0,00467721	0,00281015	0,00031567	-0,00699238	0,00193343	-0,01630215	0,01610662
Société 9	-0,00821336	0,00600637	0,03809551	0,0032218	-0,01460694	-0,0028704	-0,01168172	0,00939962	-0,00934534	-0,02799075	-0,02083819	-0,01294244	0,0059379
Société 10	-0,00020885	2,5111E-05	0,01376869	1,496E-05	0,02377605	0,00456285	0,00673059	0,02097977	-0,01102436	-0,00897241	0,02291206	0,00996947	0,02145781
Société 11	-0,01574434	-0,0191541	0,02233306	0,01585481	0,00033394	0,01013166	0,05392947	-0,02563785	0,0039371	0,01285298	-0,01153939	-0,00533479	-0,01228109
Société 12	0,00141681	0,00138537	-0,00033751	-0,00171937	0,00636109	-0,0066954	-0,00014222	-0,01563761	0,00990846	-0,00113118	0,00086966	-0,0087337	0,0049118
Société 13	-0,00171687	0,00035751	-0,00032537	-0,22973897	0,00032212	-0,00045254	-0,00172891	-5,345E-05	0,00021827	-0,00080826	0,00015772	-0,00040829	0,00085378
Société 14	-0,01421708	0,02447125	0,25135196	-0,10155908	0,05275722	-0,02429315	-0,04309209	-0,00261699	0,06341006	-4,8538E-06	-0,01323135	-0,00497683	-0,01848005
Société 15	-0,02848168	-0,02836272	-0,00731141	0,0026083	-0,01157303	-0,01700471	-0,00874475	0,00192691	-0,0081478	0,00377725	-0,00841814	0,01414329	-0,01042532
Société 16	0,01890108	0,00703355	0,00675944	0,00748859	0,00369764	0,00683089	0,00151353	0,03450787	0,01120135	-0,01010454	-0,01403533	0,02059738	-0,00195024
Société 17	0,02786625	-0,01187884	-0,00641082	-0,00325754	0,00123567	-0,00628668	0,03659566	-0,02080001	0,0112168	-0,01501461	0,00834266	-0,00696662	-0,02945235

Suite

AR	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 18	0,00516336	-0,00593938	0,02940328	-0,00255298	-0,00623784	-0,01223493	0,00327793	0,02003552	0,00736898	-0,01099205	0,00164997	-0,00038601	0,04020213
Société 19	0,0018943	0,00204028	0,00498262	0,00223018	0,00335051	0,03653213	0,00190738	0,00182772	0,00272687	0,00302831	0,00221373	0,00274214	0,00234463
Société 20	0,00015974	-0,05636928	-0,00100192	-0,04669495	0,00116052	-0,00821608	0,05493785	0,03765833	-0,00990212	0,04265094	-0,00027547	-0,00095175	0,0015856
Société 21	0,00726959	-0,01177979	0,00839571	-0,00806309	0,01960701	0,02429247	-0,01290823	-0,14228318	-0,02185385	-0,02861197	0,02424006	-0,0091005	-0,02254386
Société 22	0,00135492	0,0165861	0,0158519	0,00079389	0,01327101	0,01057648	-0,01986796	-0,01286808	0,01072356	-0,01356117	0,00054253	0,014251	-0,01281467
Société 23	4,3732E-05	-0,0028117	0,01959041	-0,00010005	-0,00561593	-0,01652862	0,01877552	0,00066847	-0,00360023	-0,00775904	0,00718298	-0,00432112	-0,05474306
Société 24	0,01280017	-0,02027094	-0,00266224	0,01011807	0,00367049	-0,01329069	-0,01444181	-0,00150374	0,01135884	-0,00749123	-0,00041597	-0,00634668	-0,00749893
Société 25	-0,01699573	-0,00355445	-0,01705011	-0,00789867	0,00476506	-0,00401688	0,00354418	-0,03503249	0,00465358	0,00457033	-0,00119108	0,00547498	0,01743765
Société 26	-0,02138203	-0,03067326	0,01997241	0,00415845	0,01287979	-0,00241526	0,01412867	-0,00088357	0,01041459	0,0020362	-0,02444741	-0,02460467	0,00721983
Société 27	-0,02598559	0,00014943	0,00873539	-0,01166268	0,03214862	-0,01464779	-0,00763718	-0,0044647	0,01284782	-0,01413291	0,00119278	-0,00339249	0,00093287
Société 28	0,00525188	-0,00026408	-0,0025242	-0,00889023	0,00576078	0,0024599	-0,0046824	0,00041902	0,01364751	-0,00634663	0,00118797	-0,00954509	0,00208014
Société 29	0,00180676	0,00167408	0,01357729	0,04166214	0,01510831	0,05314458	-0,04730297	0,05385823	-0,05391559	0,00313872	0,00888646	-0,00612272	-0,00357556
Société 30	0,00141161	0,00301832	0,00425407	0,00221814	0,00222562	0,00519648	0,04773066	0,00269513	-0,04249178	0,00097067	0,00326712	0,00536253	0,0029158

Liste des rendements anormaux sur la période d'estimation de 75 jours

AR	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 1	-0,0001782	0,00678578	-0,0019486	0,00260913	0,00975607	-0,0097493	-0,033895	0,02915827	0,02426895	0,01407671	0,00187496	-0,0037111	0,00351295
Société 2	-0,0233986	-0,0140281	-0,0060366	0,00457681	-0,0223446	-0,0279605	-0,0156699	0,02764244	0,02015356	-0,0013921	-0,0358276	-0,0001128	-0,0199535
Société 3	-0,0104924	-0,0015938	0,03236789	0,00924225	-0,036767	0,06951273	-0,0125908	-0,0096856	0,2309858	0,21485019	0,20382201	0,18148571	-0,1127244
Société 4	0,04230744	0,01752769	0,01029008	-0,0470951	0,00104876	0,44492563	0,00079473	-0,0243851	0,01286691	0,00704716	-0,0008775	-1,179E-05	-0,0210482
Société 5	-0,0161593	-0,000316	-0,0053972	-0,0211184	-0,0060775	-0,0119332	-0,0319384	0,0283311	0,0081195	-0,0391645	0,22205557	-0,072478	0,0045412
Société 6	0,00033001	-6,262E-05	0,0081408	0,00063201	0,00356011	-0,0031682	0,06930461	0,00060809	-0,0082538	-0,0256209	-0,0030865	0,00233771	-0,0073625
Société 7	0,0024726	0,00219553	0,00256716	0,00250395	0,00181227	0,01713352	0,00299876	0,00200828	0,00160514	-0,031139	0,00181749	0,09606012	0,07915799
Société 8	0,00761455	0,01004753	0,01403385	0,00065144	0,00609986	0,00941628	0,01399187	0,00909127	0,00254386	-0,0055924	0,0067901	-0,0112232	0,01832767
Société 9	-0,0063773	0,00751126	0,03987924	0,00514629	-0,0123665	-0,001294	-0,0100601	0,01062291	-0,0074124	-0,0261395	-0,01868	-0,011724	0,00829573
Société 10	-0,0023976	-0,0019939	0,01258687	-0,0010102	0,02142533	0,00394249	0,00675858	0,0197634	-0,0120427	-0,0113609	0,02035307	0,00836795	0,01906703
Société 11	-0,0161925	-0,0161308	0,01737942	0,01251454	-0,0001426	0,00453998	0,0542936	-0,0298803	0,00551117	0,00847909	-0,0079349	-0,0046755	-0,0076261
Société 12	0,00064982	0,00248671	0,00010209	-0,0003294	0,0067607	-0,0064501	0,0006226	-0,0151976	0,00989237	-0,0001457	0,00071178	-0,0086947	0,00424092
Société 13	-0,0065049	-0,0033534	-0,0043909	-0,2342189	-0,0034071	-0,004584	-0,0065232	-0,0039777	-0,0035649	-0,0051245	-0,0036569	-0,0045168	-0,0025994
Société 14	-0,0122989	0,02631251	0,25310028	-0,0996525	0,0546816	-0,0222739	-0,0412334	-0,0007092	0,06525401	0,00183056	-0,0114151	-0,0029907	-0,0165157
Société 15	-0,0278297	-0,0372584	-0,0155415	0,00834234	-0,0160647	-0,0298727	-0,0115475	0,00046491	-0,0205419	0,00451533	-0,0221806	0,02018438	-0,0160002
Société 16	0,01923504	0,00662652	0,00627318	0,00661133	0,00274724	0,00649952	0,00037406	0,03306561	0,01034023	-0,0110581	-0,0143491	0,02036327	-0,0026315
Société 17	0,02710326	-0,0131457	-0,0065199	-0,0036008	0,00047679	-0,0063031	0,03571478	-0,0210123	0,0101603	-0,0152078	0,00699146	-0,0078904	-0,030956

Suite

AR	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 18	0,00700249	-0,0046165	0,0301227	-0,0007406	-0,0050111	-0,0119732	0,00480637	0,02176937	0,00832677	-0,009304	0,00291014	0,00182831	0,04158837
Société 19	0,0025235	0,00331303	0,01158248	0,00434007	0,01039912	0,03602624	0,00259427	0,00216342	0,00702628	0,00865654	0,00425109	0,00710885	0,00495902
Société 20	0,0006334	-0,0552547	-0,0010373	-0,0464499	0,00207277	-0,0075941	0,05416415	0,03838061	-0,0085946	0,04447799	7,4631E-06	-0,0009652	0,00268414
Société 21	0,00870951	-0,0104825	0,00963395	-0,0059589	0,02017004	0,0242089	-0,0134745	-0,1418483	-0,0195486	-0,0303927	0,02560454	-0,0101226	-0,0212043
Société 22	7,4288E-07	0,01547258	0,01451867	-0,0005084	0,0119153	0,00922863	-0,0212191	-0,0142685	0,00963871	-0,0147717	-0,0007365	0,01294009	-0,0140943
Société 23	-0,0011084	-0,0055189	0,0202821	0,00028773	-0,0065219	-0,0192194	0,01799638	0,00244341	-0,0013034	-0,0076405	0,0071614	-0,0025417	-0,0541151
Société 24	0,01494186	-0,0198076	-0,0050954	0,01125175	0,00277427	-0,0129823	-0,0143344	0,00145941	0,0121096	-0,0069137	-0,0012109	-0,0044472	-0,0066087
Société 25	-0,0159286	-0,005872	-0,0172581	-0,0092776	0,00749443	-0,005761	0,00592053	-0,0347884	0,00862703	0,00438272	0,00016484	0,0091399	0,01697222
Société 26	-0,0206985	-0,0328747	0,02009591	0,00535495	0,0114624	0,00153634	0,01994215	0,0037969	0,0061441	0,00452665	-0,0232633	-0,0225312	0,00509953
Société 27	-0,0267876	-0,0015941	0,00797304	-0,0122721	0,03102448	-0,0154501	-0,0079877	-0,0058074	0,01263774	-0,014538	0,0014909	-0,0042261	-0,0004093
Société 28	0,00378538	-0,0016318	-0,0037474	-0,010326	0,00434506	0,00069995	-0,0063785	-0,0012252	0,0121871	-0,0074569	-3,819E-05	-0,011219	0,00046038
Société 29	0,00043589	-3,836E-05	0,01144963	0,04051848	0,01357678	0,05059493	-0,0485146	0,05335449	-0,0543929	0,00125313	0,00622894	-0,0083945	-0,0045397
Société 30	0,00432489	0,00475122	0,00507912	0,0045389	0,00454088	0,00532919	0,04965075	0,00466546	-0,04036	0,00420788	0,00481724	0,00537325	0,00472402

Liste des rendements anormaux normalisés sur la période d'estimation de 250 jours

ASAR	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 1	0,087621813	0,823755624	-0,11562943	-0,00361955	0,202678075	-0,26410782	-2,87579577	3,721787828	2,132594662	1,208284574	0,080612849	-0,15608671	0,723062243
Société 2	-1,36229181	-0,87825246	-0,36144927	0,547601558	-1,65019877	-1,91035864	-0,90708795	2,13217842	1,612426237	0,073426949	-2,6242799	0,189624698	-1,40545532
Société 3	-0,02226935	0,337862572	0,988752172	-0,16663324	-1,08873947	2,435276853	-0,36688829	-0,49511605	7,353501134	7,403951649	6,328517802	6,515941062	-4,00054222
Société 4	0,20437178	0,084173783	0,049066612	-0,22928896	0,004240173	4,778798326	0,003007954	-0,11913049	0,061565921	0,03333635	-0,00510328	-0,00090417	-0,10294468
Société 5	-0,73881951	-0,01953868	-0,24691049	-0,94993828	-0,27782152	-0,53750159	-1,49831554	1,331787179	0,376815865	-1,78306741	10,30077807	-3,34681479	0,230595444
Société 6	0,188067902	0,061951721	0,637645926	0,121539662	0,187490827	0,035944369	3,569117419	0,121001015	-0,20015398	-1,18982224	0,023934307	0,159958077	-0,18370898
Société 7	0,090791492	0,048495819	0,105225264	0,095577001	-0,01001003	0,641582914	0,171110911	0,019911519	-0,04162865	-1,0803626	-0,00921215	3,309417484	2,693698557
Société 8	0,050679144	0,071580284	0,105825847	-0,07431359	0,037666792	0,066157418	0,105465188	0,063365306	0,007118009	-0,15766947	0,043596486	-0,36759298	0,363184169
Société 9	-1,24747009	0,912266789	5,786065432	0,489336481	-2,21854687	-0,43596458	-1,77425578	1,4276441	-1,41940009	-4,25132175	-3,16496991	-1,9657385	0,901866901
Société 10	-0,01157491	0,001391696	0,763089239	0,000829125	1,317717506	0,252882558	0,373023238	1,162742289	-0,61099256	-0,49726959	1,269833285	0,552528345	1,189235906
Société 11	-1,39162182	-1,69300618	1,973990589	1,401386321	0,029516124	0,895524212	4,766757514	-2,26609692	0,347995668	1,136058222	-1,0199518	-0,47153547	-1,08550965
Société 12	0,18652526	0,182385865	-0,04443393	-0,2263568	0,837445466	-0,88145861	-0,01872314	-2,05871097	1,304460758	-0,14892163	0,114491212	-1,14980334	0,646644521
Société 13	-0,05512513	0,011479035	-0,01044706	-7,37645963	0,010342639	-0,01453009	-0,05551184	-0,00171618	0,00700809	-0,02595149	0,005064056	-0,01310951	0,027413294
Société 14	-0,66955216	1,152471698	11,83740272	-4,78291782	2,484597638	-1,14408419	-2,02941905	-0,12324719	2,9862923	-0,00022859	-0,62312934	-0,2343836	-0,87031654
Société 15	-0,8129021	-0,80950665	-0,20867649	0,074444114	-0,33030848	-0,48533518	-0,24958579	0,054996457	-0,23254814	0,107807434	-0,24026402	0,403666935	-0,29755132
Société 16	1,651266787	0,614475984	0,590529013	0,654230738	0,323039274	0,596771529	0,132227278	3,014732366	0,978590786	-0,88276885	-1,22617725	1,799461868	-0,17038004
Société 17	-0,94852265	-1,00240695	-0,99499371	-0,99071865	-0,984627	-0,9948254	-0,93668778	-1,01450181	-0,9710951	-1,00665827	-0,97499171	-0,99574723	-1,0262322

Suite

ASAR	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 18	0,439155324	-0,50515811	2,500815555	-0,21713635	-0,53054252	-1,0406088	0,278795627	1,704066154	0,626748433	-0,93489874	0,140334015	-0,0328309	3,419282703
Société 19	0,057669186	0,062113507	0,151688809	0,067894775	0,102001636	1,112168896	0,058067509	0,055642264	0,083015651	0,092192533	0,067393917	0,083480434	0,071378875
Société 20	0,008313948	-2,93384994	-0,05214675	-2,43033059	0,060401742	-0,42762179	2,859348207	1,960002035	-0,51537549	2,21985176	-0,01433736	-0,04953587	0,082525851
Société 21	0,506060302	-0,82003053	0,584453547	-0,56129885	1,364909434	1,691079829	-0,89858486	-9,90480776	-1,52131982	-1,99177486	1,687431337	-0,63351608	-1,56935327
Société 22	0,111305898	1,362535408	1,302221883	0,065217617	1,090203174	0,868849911	-1,63213812	-1,05710281	0,880932121	-1,11403947	0,044568262	1,170708662	-1,05271549
Société 23	0,002355234	-0,15142829	1,055071305	-0,00538831	-0,30245459	-0,89017373	1,011184447	0,036001733	-0,19389598	-0,41787497	0,386850063	-0,23272046	-2,94827088
Société 24	1,795931152	-2,84411895	-0,37352569	1,419617894	0,514988919	-1,86475368	-2,02626109	-0,21098219	1,593704639	-1,05105941	-0,05836315	-0,89047191	-1,05213883
Société 25	-2,66859328	-0,55810425	-2,67713321	-1,24021394	0,748189038	-0,63071268	0,556492035	-5,50064559	0,730684635	0,717612239	-0,18701766	0,859657805	2,737982868
Société 26	-1,50721965	-2,16215916	1,407855696	0,293129459	0,907896702	-0,17025174	0,995930034	-0,062283	0,734125076	0,143531591	-1,72329834	-1,734384	0,508926348
Société 27	-1,15407668	0,006636559	0,387957568	-0,51796501	1,4277901	-0,65054042	-0,33918361	-0,19828705	0,57059957	-0,62767344	0,05297398	-0,15066789	0,041430994
Société 28	0,48747328	-0,02451203	-0,23429301	-0,8251809	0,534708326	0,228325005	-0,43461442	0,038893087	1,266746088	-0,5890869	0,110265929	-0,88596351	0,193075821
Société 29	0,089342414	0,082781409	0,671383339	2,060150581	0,747090595	2,627945369	-2,33908359	2,663234723	-2,66607108	0,155206497	0,439426449	-0,30276211	-0,17680799
Société 30	0,020163096	0,043112832	0,060763873	0,031683278	0,031790167	0,074225067	0,681771099	0,03849653	-0,60694037	0,013864763	0,046666666	0,076596877	0,041648391

Liste des rendements anormaux normalisés sur la période d'estimation de 75 jours

ASAR	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 1	-0,01651985	0,628933212	-0,18060867	0,241824385	0,904232117	-0,90360563	-3,14152872	2,702506669	2,249344528	1,304686475	0,173778582	-0,34396098	0,325594671
Société 2	-1,55540512	-0,93250777	-0,40128183	0,304240602	-1,48534437	-1,85865633	-1,04164745	1,837512535	1,33969412	-0,09254149	-2,38161471	-0,00750119	-1,32639284
Société 3	-0,2694185	-0,04092561	0,83112453	0,237317435	-0,94408165	1,784908899	-0,32329919	-0,24870243	5,931124219	5,516803064	5,233627546	4,66008848	-2,89447515
Société 4	0,272809469	0,113023145	0,066353101	-0,30368147	0,006762658	2,868996801	0,005124596	-0,15724128	0,082969174	0,045441932	-0,00565815	-7,6016E-05	-0,13572452
Société 5	-0,75489264	-0,01476443	-0,25213446	-0,98655943	-0,28391301	-0,55746729	-1,49201796	1,323502391	0,379306818	-1,8295923	10,37344522	-3,3858484	0,212144592
Société 6	0,012766658	-0,00242233	0,314932158	0,024449612	0,137724966	-0,12256579	2,681093495	0,023524452	-0,31930504	-0,99115933	-0,11940393	0,090435703	-0,28482326
Société 7	0,195908469	0,17395556	0,203400093	0,198392312	0,143589014	1,357517384	0,23759701	0,159119325	0,12717786	-2,46719381	0,14400314	7,611004972	6,271820217
Société 8	0,105829972	0,139644433	0,195047883	0,009053942	0,084778216	0,130871166	0,194464399	0,126354006	0,035355524	-0,0777253	0,094371446	-0,15598392	0,254724993
Société 9	-0,66444868	0,782590079	4,154973504	0,53618658	-1,28844734	-0,13482223	-1,04814919	1,106789013	-0,77228754	-2,72344868	-1,94624601	-1,22150893	0,864322903
Société 10	-0,12419557	-0,10328752	0,652008253	-0,05233131	1,109845782	0,204223611	0,350098946	1,023756965	-0,62381854	-0,58850295	1,054302369	0,433465195	0,987684337
Société 11	-1,31353804	-1,30853222	1,40982062	1,015181447	-0,01156641	0,368284108	4,404304742	-2,42389039	0,447066621	0,687824855	-0,64367805	-0,37927423	-0,61863258
Société 12	0,137214493	0,525087808	0,021556815	-0,06954489	1,427572754	-1,36199717	0,131466264	-3,2090985	2,088848606	-0,0307676	0,150296758	-1,83595618	0,895502219
Société 13	-0,12163479	-0,06270453	-0,08210437	-4,37965025	-0,06370999	-0,08571697	-0,12197694	-0,07437944	-0,06666035	-0,09582244	-0,0683804	-0,08446007	-0,04860616
Société 14	-0,34888152	0,746406549	7,179692707	-2,82684073	1,551152419	-0,63184354	-1,1696667	-0,02011892	1,851059659	0,05192749	-0,32381096	-0,08483801	-0,46850076
Société 15	-0,49214356	-0,6588804	-0,27483672	0,147526704	-0,28408989	-0,52827138	-0,20420688	0,008221558	-0,36326469	0,079849566	-0,39224292	0,356942285	-0,28294935
Société 16	1,653702504	0,569704777	0,539326736	0,568399169	0,236189735	0,55878655	0,03215921	2,84276458	0,888985267	-0,95070724	-1,23363731	1,750700834	-0,2262387
Société 17	2,039200717	-0,98905718	-0,49054431	-0,2709151	0,035872869	-0,47423639	2,687115551	-1,58092757	0,764442942	-1,14420875	0,526024896	-0,59365606	-2,32907482

Suite

ASAR	J-6	J-5	J-4	J-3	J-2	J-1	J ₀	J+1	J+2	J+3	J+4	J+5	J+6
Société 18	0,524700755	-0,34591948	2,257113367	-0,05549402	-0,37548679	-0,89715764	0,360144051	1,631192941	0,623929973	-0,69715235	0,218058558	0,136996289	3,116243105
Société 19	0,050874982	0,066792246	0,233507966	0,087497768	0,209650955	0,726305035	0,052301568	0,04361559	0,141652949	0,174519808	0,085703952	0,143317562	0,099976019
Société 20	0,027239667	-2,37625745	-0,04461154	-1,99759997	0,089140556	-0,32658613	2,32935684	1,650577561	-0,36961539	1,91279859	0,000320956	-0,04150878	0,115432742
Société 21	0,9720968	-1,16998892	1,075276619	-0,66508849	2,251245308	2,70203591	-1,5039316	-15,8321654	-2,1818827	-3,39223246	2,857808034	-1,12982176	-2,36667882
Société 22	3,32687E-05	0,692919224	0,650199401	-0,02276747	0,533610856	0,413291842	-0,95026727	-0,63899809	0,431656811	-0,66153317	-0,03298309	0,57950479	-0,63119504
Société 23	-0,05465084	-0,2721057	0,999997888	0,014186138	-0,32155665	-0,94760324	0,887301647	0,120470866	-0,06426268	-0,3767117	0,353088788	-0,12531637	-2,66811426
Société 24	1,412472496	-1,87244083	-0,48167029	1,063641685	0,26225542	-1,22723428	-1,35504431	0,137960076	1,144735429	-0,65355868	-0,11447024	-0,42040378	-0,62473311
Société 25	-1,90421201	-0,70197474	-2,0631492	-1,10911104	0,895935944	-0,6887108	0,707781401	-4,15885004	1,031334307	0,523939961	0,019706267	1,092646273	2,028976265
Société 26	-1,06873903	-1,69743766	1,037623401	0,276495319	0,591844655	0,079326907	1,029684408	0,196047742	0,317241635	0,233726988	-1,2011649	-1,16336668	0,263307064
Société 27	-1,46057523	-0,08691485	0,434725231	-0,66913009	1,691591034	-0,84240833	-0,43552532	-0,31664653	0,689065245	-0,79267629	0,081290668	-0,23042765	-0,02231722
Société 28	0,370397203	-0,15966859	-0,36668084	-1,01039074	0,425161895	0,068489621	-0,62413065	-0,119882	1,192501321	-0,72965463	-0,00373678	-1,09777512	0,045048134
Société 29	0,017669935	-0,00155506	0,46414122	1,642524441	0,550370836	2,05100048	-1,96666967	2,16286636	-2,20496311	0,050798862	0,25250661	-0,3402948	-0,18402765
Société 30	0,043602273	0,047900465	0,051206279	0,045759855	0,045779874	0,053727389	0,500564812	0,04703589	-0,40689801	0,042422675	0,048566051	0,054171598	0,047626194

Rendements cumulés

[-6 ; -1]

[-4 ; +2]

[-2 ; +2]

[-1 ; 0]

[0 ; +1]

[+1 ; +6]

[-6 ; +6]

Les cumuls des rendements ne sont pas présentés en raison de l'étendue des données peu importe la période d'estimation, qu'elle soit sur 250 jours ou sur 75 jours.

Ce constat est valable pour les rendements normaux cumulés, les rendements anormaux cumulés et les rendements anormaux normalisés cumulés.

Synthèse du traitement



Liste des mots significatifs pour chacune des classes avec leur coefficient d'association Phi

Présence	Phi	Présence	Phi	Présence	Phi	Présence	Phi
decide	.34	stress_finan	.52	gestion	.28	difficulte	.28
entree	.32	boite	.43	benchmark	.31	projet	.27
rester	.30	augmentatio	.37	gerer	.27	communio	.27
hui	.29	positif	.36	gerant	.22	societe	.25
aujourd	.29	decote	.32	portefeuille	.22	creance	.24
appreciation	.29	stress	.29	note	.21	chef	.23
annee	.26	reserve	.29	reque	.21	rassurer	.20
titre	.26	resultat	.29	prende	.21	minoritaire	.21
vendu	.26	dette	.28	performant	.21	base	.18
penser	.26	choix	.28	flux	.20	entreprise	.18
struoturelle	.26	enlever	.26	option	.19	actionnaire	.18
price_to_boc	.26	capital	.23	multitier	.18	investisseur	.18
business	.26	situation	.23	asymetrique	.19	zero	.16
fort	.23	rembourser	.23	futur	.17	demander	.16
valoir	.23	egal	.22	matiere	.17	relancer	.16
exemple	.23	lier	.22	spheerique	.17	restructurer	.16
considerer	.23	lever	.22	fois	.16	actionnaire_	.16
barriere	.22	endetter	.22	marche	.16	venir	.16
deux_ans	.22	cas	.21	context	.17	truc	.14
conjuncturel	.22	diluer	.19	action	.16	clair	.14

Absence	Phi	Absence	Phi	Absence	Phi	Absence	Phi
difficulte	-.13	aller	-.12	augmentato	-.22	marche	-.22
fois	-.11	valeur	-.10	stress_finan	-.18	gestion	-.22
faire	-.11	prendre	-.10	associe	-.17	action	-.19
risque	-.11	marche	-.08	entreprise	-.17	titre	-.18
dette	-.10	option	-.09	gpe	-.17	benchmark	-.18

Rapport de synthèse

Texte analysé : Alceste_dk_thèse_retraité

Mardi 03 Février 2015 à 12 h 34

Le corpus Alceste_dk_thèse_retraité a été analysé à l'aide de la méthodologie Alceste en utilisant un paramétrage standard où les valeurs des paramètres sont prédéfinies en fonction de la taille du texte à analyser. Alceste, après avoir découpé le corpus en petites unités textuelles, effectue deux classifications successives.

Comme l'indique le schéma ci-dessous, 68% des unités textuelles du corpus ont été classées (indice de pertinence) et 32% ont été rejetées de l'analyse. Les unités classées sont réparties en 4 groupes que nous appelons classes d'énoncés significatives ou tout simplement classes. Chaque classe est numérotée et coloriée suivant l'ordre d'apparition dans la classification, puis schématisée par des petites pastilles et réunies dans un graphique nommé rectangle des spécificités, indiquant la taille et l'importance de chacune des classes. Le rectangle des spécificités nous indique que la classe 1 est la plus spécifique, c'est la première à s'être démarquée dans l'arbre de classification, son vocabulaire est le plus homogène, elle représente 36% des unités textuelles classées (soit 25% du corpus initial) et se caractérise par des mots tels que **gestion**, **benchmark**, **gerer**, **gerant**, **portefeuille**, **cote**. Ensuite se démarque la classe 2, elle représente 35% des unités textuelles classées (soit 24% du corpus initial) ses mots significatifs sont **difficulte**, **projet**, **communic**, **societe**, **creance**, **chef**. Elle est suivie de la classe 3 qui représente 14% des unités textuelles classées (soit 10% du corpus initial) ses mots significatifs sont **decide**, **entree**, **rester**, **hui**, **aujourd**, **appreciation**. puis de la classe 4 qui représente 15% des unités textuelles classées (soit 9% du corpus initial) marquée par les mots **stress_financier**, **boite**, **augmentation_capita**, **positif**, **decote**, **stress**. La lecture détaillée de ce rapport permet de mettre en évidence les lignes directrices du corpus.

Rectangle des spécificités et classification du corpus



La classe 1 contient 36% des unités
 La classe 2 contient 24% des unités
 La classe 3 contient 10% des unités
 La classe 4 contient 9% des unités
 La classe 0 contient 32% des unités

Indice de pertinence

(IP - 68%)



Nombre d'individus	12
Nombre de variables	25
Nbre de mots analysés	355
Nbre de mots supplémentaires	197
Unités textuelles classées	346
Indice de pertinence (IP)	68%
Taille du corpus	126 Ko
Nombre de mots distincts	2546
Nombre total de mots	24780

Classe 3		Classe 4		Classe 1		Classe 2	
Présence	Phi ϕ						
decide	.34	stress_fi	.52	gestion	.36	difficult	.28
entree	.32	boite	.43	benchmark	.31	projet	.27
rester	.30	augmentat	.37	gerer	.27	communic	.27
hui	.29	positif	.36	gerant	.27	societe	.25
aujourd	.29	decote	.35	portefeui	.25	creance	.24
appreciat	.29	stress	.29	cote	.23	chef	.23
annee	.26	reserve	.29	risque	.21	rassurer	.20
titre	.26	resultat	.29	preddie	.21	minoritai	.21
vendu	.26	dette	.29	performan	.21	base	.18
penser	.26	choix	.26	flux	.20	entrepris	.18
structure	.26	enlever	.26	option	.19	actionnai	.18
price to	.26	capital	.23	maîtriser	.19	investiss	.18
business	.26	situation	.23	asymetriq	.19	zero	.16
fort	.23	rembourse	.23	futur	.17	demander	.16
valoir	.23	egal	.22	matiere	.17	relancer	.16
exemple	.23	lier	.22	recherche	.17	restructu	.16
considere	.23	lever	.22	fois	.16	actionnai	.16
*stratégi	.48	*interpré	.26	*augm st	.26	*place dk	.26
*insertio	.15	*insertio	.14	*analyse	.26	*redynami	.19
*profil g	.10	*dk crise	.13	*création	.26	*changeme	.19
*insertio	.15	*réaction	.12	*gestion	.15	*objectif	.19
*stratégi	.48	*attracti	.09	*interpré	.13	*qualité	.19
*non_cree	-.06	*dk_crise	.13	*attracti	.12	*importan	.16

Ci-dessus les classes et leur contenu en fonction du coefficient Phi (lien fort entre le mot et la classe pour un coefficient supérieur à 0,20).

Classe n°2

Cette classe est formée de 120 unités, soit 35% des unités classées. Les Marqueurs de la personne tels que il, je, vous, elle, se, et les Verbes modaux tels que pouvoir, falloir, dire, savoir, devoir, sont les catégories de mots sur-représentées.

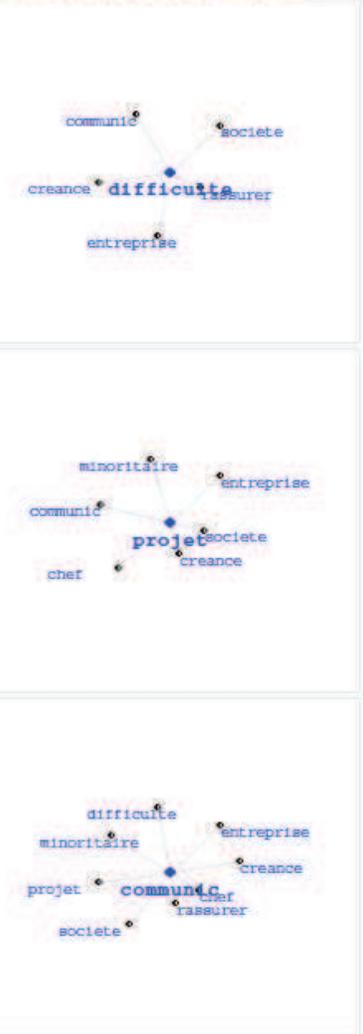
Mots significatifs

Mots présents	Phi ϕ	Freq.
difficulte	.28	34
projet	.27	25
communic	.27	16
societe	.25	50
creance	.24	17
chef	.23	13
rassurer	.20	15
minoritaire	.21	8
ok	.20	12
base	.18	6
entreprise	.18	23
actionnaire	.18	22
investisseur	.18	18
ma	.16	6
zero	.16	8
demander	.16	5
relancer	.16	5
restructurer	.16	5
actionnaire_majo	.16	5
venir	.16	9
truc	.14	4
clair	.14	6
monde	.14	5
sauver	.14	5
connaître	.15	8
developper	.14	4
interessé	.15	7
majoritaire	.14	7
ca	.14	76
elle	.13	44
gros	.14	13
sera	.14	16
*place_dk_14	.26	23
*redynamisation_	.19	13
*changement anti	.19	7
*objectifs Commu	.19	10
*qualité communi	.19	7
*importance_qual	.16	5
*avis_risque_fai	.14	4
*non_exercice_op	.14	7
Mots absents	Phi ϕ	Freq.
marche	-.22	1
gestion	-.22	1
qui	-.19	28
action	-.19	4
titre	-.18	4
benchmark	-.18	0
*insertion_actio	-.19	2
*stratégie_gesti	-.19	2
*attractivité_ac	-.13	0

Unités textuelles de la classe 2

on savait aussi que ça allait tres loin-dans les difficultes/ ALSTOM, toute facon siemens allait s interesser a l affaire et si ce n était/ pas siemens, un autre investisseur allait s interesser. donc l amplitude de la difficulte doit etre mesuree comme meme ben parce-que si la difficulte elle est vraiment insurmontable, toutes les facons l issue de la societe, on la connait, ça s appelle un depot de bilan. il ne faut pas que ça casse zero, il ne faut pas que ça touche zero, quelque part, c est le jeu du truc. euh, s il-y-a encore une fois un actif, un savoir_faire, un produit, une part_de_marche ou un interet_strategique_etatique pour employer un gros mot ou un interet_d un_concurrent de racheter cette societe en tres grande difficulte, certes pour ne serait ce garder la marque. euh, il-y-a plein des societes, dont je ne citerai pas de noms pour ne pas avoir d ennuis, des marques tres reconnues dans le monde entier qui peuvent demain etre en tres grosse difficulte et voire en quasi_faillite, ben c est gagnant_gagnant. vous sauvez la societe en rachetant sa marque et vous, vous arrivez en tant qu investisseurs chinois a se developper. pour l actionnaire_minoritaire, c est le bonheur absolu. ça ne se passe pas comme ça. la, c est encore toujours la meme chose, il faut que la societe dise, voila mes difficultes sont celles ci, il faut etre claire et ne pas faire semblant, enfin mes difficultes sont reelles, elles sont de cet ordre la. bon alors si on est majoritaire, si on est minoritaire, on est gagnant a-coup sur si le dossier est en-place. si vous etes actionnaire_majoritaire, si les conditions sont en-place, normalement l operation est neutre. c est une estimation que je dois faire entre le passage de zero a un petit quelque-chose mais par-rapport a un risque que ce zero se traduise au-moins a un gros truc si vraiment, c est de me developper a-partir-de cette base c est de nettoyer mes comptes apres je repars a zero et on en reparle plus une fois c est passé, il peut y avoir pleins de raisons. une operation d augmentation_capital est une renaissance de la relation entre les actionnaires et les creanciers, tout-a-fait la communication relance le lien de confiance entre l actionnaire minoritaire, et le chef d entreprise et ca, ça necessite que le chef d entreprise soit convaincant, communiquer c est bien beau mais ce n est pas suffisant et il faut que la communication soit au-moins rassurante et donne un peu de potentiel a l investisseur sinon il ne viendra, mais le premier stade c est de rassurer. encore vraiment si vous etes dans une societe qui en difficulte, au bord de la faillite, si vous ne rassurer pas, vous n y arriverez jamais. en-effet, c est exact, le dirigeant rassure l actionnaire, le creancier aussi. cette communication est ciblée a-la-fois pour les deux: actionnaire et creancier. L actionnaire sait tres bien qu il-y-a le creancier, il connait bien toutes les facons la societe. donc, il va dire ok, il-y-a les creanciers qui font la pression et d ailleurs le chef d entreprise a interet a la dire. c est le capital_confiance, la j enfonce la porte ouverte mais c est vraiment de ça dont on parle. parler du capital_confiance suppose que la societe dans le passe c est comporte normalement avec les actionnaires minoritaires et majoritaires bien sur.

Proximité de mots



Classe n°3

Cette classe est constituée de 50 unités, soit 14% des unités classées. Les Nombres tels que deux, douze, quatre, trois, et les Lieux, pays tels que france, sont les catégories de mots les plus spécifiques.

Mots significatifs

Mots présents	Phi ϕ	Freq.
decide	.34	8
entree	.32	7
rester	.30	8
hui	.29	5
aujourd	.29	5
appreciation	.29	5
CGG	.27	16
annee	.26	5
douze	.26	4
titre	.26	20
vendu	.26	4
penser	.26	8
structurelle	.26	4
price_to_book	.26	4
business	.26	5
fort	.23	8
valoir	.23	9
exemple	.23	8
considerer	.23	5
nos	.22	4
barriere	.22	4
deux_ans	.22	4
je-crois	.22	3
conjoncturel	.22	3
pages_jaunes	.22	3
etait	.21	9
premier	.20	6
on	.20	92
avait	.19	5
air	.18	4
superieur	.18	4
croissance	.18	3
cinquante_pourcent	.18	4
eu	.17	5
estimer	.17	4
*strategie_gesti	.48	22
*insertion_actio	.15	10
*profil_gestionn	.10	4
*insertion_actio	.15	10
*strategie_gesti	.48	22
Mots absents	Phi ϕ	Freq.
pour	-.16	4
ben	-.14	2
bien	-.13	0
tout	-.14	0
falloir	-.14	1
etre	-.13	0
*redynamisation	-.09	0
*attractivite_ac	-.07	0
*interpretation	-.07	4

Unités textuelles de la classe 3

on ne peut donc pas aller shorter, donc ça c'est un premier point qui nous distingue. et apres, on a plutot un profil ou on va aller chercher des societes qui sont en croissance. un deuxieme cas de figure, j'ai un probleme, est-ce-que j'ai un exemple concret de cette annee ou on a vendu nos titres, ben exemple air france, on a investi en debut d'annee sur air france, le titre valait huit euros et trente centimes, et il est monte quasiment a douze euros donc on etait en bonne plus_value en debut d'annee et on a eu deux choses cet ete, on a eu un, un evenement_geopolitique qui etait la crise en ukraine, on est redescendu a sept euros et trente centimes donc on etait en moins_value et on a decide la de couper parce qu'on avait des elements_strategiques et non pas conjoncturels sur le cas d'investissement qui nous faisait dire que le titre/ ne valait plus, n'avait plus la valeur qu'on souhaitait lui donner. le titre est descendu air france jusqu'a cinq euros et demi, donc la on etait en position de stress ok et on n'a pas decide puisque de sept_euros_et_cinquante_centi< a cinq_euros_et_cinquante_centi< on aurait pu se dire et la on n'a pas decide, cette annee ci et ca se passe actuellement, avec des actionnaires qui sortent massivement et elle est descendue au minimum a quatre_euros_et_soixante_dix_centimes. donc, on etait a douze et on est descendu a quatre_euros_et_soixante_dix_c_ et on a decide de rester, c'est a dire que si j'avais eu cinq_pourcent de CGG dans le portefeuille, j'aurais probablement vendu parce-que l'impact est trop important. CGG on en a un pourcent du portefeuille donc quelque part quand ça baisse, c'est quand je n'ai pas une exposition qui est trop forte et la aujourd'hui on considere que c'est au plus bas, elle a rebondi de cinquante_pourcent, c'est a dire qu'ils ont renegotie les covenants_bancaires qui permettent d'eloigner un petit peu le spectre d'une augmentation_capital, quelque part. donc la, on a ces trois exemples la premiers exemple ça baisse un peu mais on considere que ce n'est pas un stress, on reste, deuxieme exemple air france, cette annee ça baisse beaucoup, et il est possible que la/ societe compte-tenu de la qualite de ses actifs aujourd'hui puisqu'elle est/ leader sur son segment, ils ont des actifs et meme s'il-y-a des surcapacites, je-crois que CGG en price_to_book vaut zero_virgule_quatre_fois, euh c'est le premier point et deuxieme point, on va plutot aller rechercher des entreprises qui ont des fortes barrieres a l'entree, qui ont une bonne rentabilite_financiere, qui presentent un profil_croissance superieure au marche, c'est une valeur dont on pouvait se dire si on avait le temps, parce-que c'est un marche_oligopolistique, il-y-a des barrieres_a_l'entree qui sont tres fortes, il-y-a quelques acteurs, il-y-a certes des surcapacites, mais qui vont se discipliner, donc, on est sur un marche qui est oligopolistique, qui a des fortes barrieres a l'entree et qui est structurellement en croissance. donc la, je peux me dire que j'attends deux_ans, si j'estime que je peux meme supporter a quatre_euros une augmentation_capital, je peux me dire que j'attends deux_ans et que je suis a peu pres certain de regagner de l'argent avec ce titre la. je-crois au titre du fait qu'il-y-a des fortes barrieres a l'entree, un marche cyclique et structurellement qui n'est pas en décroissance, des positions de leader, marche_oligopolistique, des fortes

Proximité de mots



Classe n°4

Cette classe est constituée de 51 unités, soit 15% des unités classées. Les Auxiliaires être et avoir tels que *est, avez, ai, êtes, sont,* et les Marqueurs d'une relation temporelle tels que *après, avant, toujours, déjà, demain,* sont les catégories de mots sur-représentées.

Mots significatifs

Mots présents	Phi ↓	Freq.
stress_financier	52	22
boite	43	11
augmentation_cap	37	30
positif	36	9
decote	32	23
stress	29	7
reserve	29	6
resultat	29	7
après	28	20
dette	28	12
choix	26	4
enlever	26	4
capital	23	7
situation	23	10
rembourser	23	7
égal	22	3
lier	22	3
lever	22	5
endetter	22	3
leur	22	5
cas	21	16
vous	21	61
avant	20	6
qui	19	37
diluer	19	4
annonce	19	5
étant	18	3
porter	18	3
resume	18	3
soient	18	4
compliquer	18	3
covenants_bancai	18	3
*interprétation	26	19
*insertion_actio	14	10
*dk_crise_opport	13	2
*réaction_face_a	12	5
*attractivité_ac	09	4
*dk_crise_opport	13	2
*interprétation	26	19
*réaction_face_a	12	5
Mots absents	Phi ↓	Freq.
encore	-13	1
on	-11	17
tout	-11	1
aller	-12	7
et	-10	23
se	-11	1
*jauge_stratégie	-14	0
*place_dk_14	-13	0
*analyse_dk_opti	-08	0

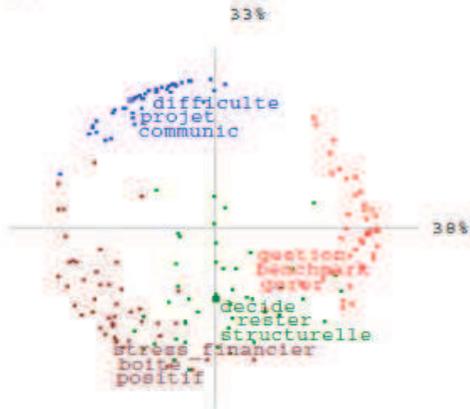
Unités textuelles de la classe 4

essayer de comprendre les raisons de la decote pour essayer de déterminer si on est d'accord ou pas avec cette decote là. alors après, si on est dans des situations des decotes qui sont liées à du stress financier, là c'est plus compliqué et pour moi c'est vraiment un métier un peu à part. dans tous les cas et c'est une boite qui ne fera pas faillite. ce-que je veux vous montrer, c'est que CGG ne fera pas faillite. solocal peut faire faillite mais CGG ne fera pas faillite. que leur accès au capital via les actions. après en gros c'est un choix, qui vous diluez, et ce-que vous faites sauter, pas vos covenants bancaires mais votre signature_de_credit parce-que, quelque part c'est plus facile de lever de la dette que du capital en pratique. on a les deux cas de figures en fait, on a le cas de figure positif quelque part c'est l'annonce de l'augmentation_capital, qui permet du coup, il-y-a un point qu'on n'a pas abordé. donc en gros, comment/ j'interprète, je-pense qu'une augmentation_capital ça permet d'enlever la/ decote liée au stress financier, c'est à dire si vous êtes en stress financier, c'est à dire si vous avez une boite qui est ultra endettée, qui a risqué hyper important et du coup d'être en liquidation judiciaire, le fait d'augmenter le capital, ça vous permet d'enlever ce stress là, donc la decote liée au stress financier est réglée. après est-ce-que ça sauve la boite, pas forcément, ça lui permet de créer un appel d'air. mon avis sur les changements_d'anticipation, en-effet avant l'annonce, c'est bizarre que le resultat soit positif parce-que si vous êtes en situation de stress financier, tant qu'il n'y a pas l'annonce de l'augmentation_capital, vous n'avez pas a-priori, sauf s'il-y-a les delits_d'initie, vous n'avez pas de réaction du titre, normalement. s'il n'y a pas d'annonce d'augmentation_de_capital et si toute chose étant égale par-ailleurs, la boite est toujours en stress financier, tous les éléments qui font qu'elle est en stress financier, donc en decote continue, enfin s'il s'agit d'une augmentation_de_capital à optique remboursement de dettes, je n'arrive pas à comprendre le resultat positif avant l'augmentation_capital, à la limite, mais ce-que je vais vous dire c'est que, je suis en boite qui a un bon actif, qui est super endettée, une augmentation_capital à objectif de remboursement de dettes, elle peut comme même être réalisée par un partenaire industriel, la BPI France, ça souvent ça peut-être jugé positif, l'arrivée d'un partenaire industriel même si c'est à destination remboursement de dettes, vous voyez ce que je veux dire, même si je suis en stress financier, je peux comme même faire une augmentation_capital reservee à un partenaire industriel. ben toute chose étant égale par-ailleurs, vous avez certes dilué les actionnaires mais quelque part c'est normal que ça monte après l'augmentation de capital. parce qu'en fait, vous vous positionnez en actionnaire qui arriverait, j'ai une decote à l'instant t, à l'instant t plus cinq, t+5, je n'ai plus de stress financier parce-que j'ai augmenté capital et si je ne suis pas actionnaire, en resume, j'ai du mal à interpréter le resultat de l'opération avant l'augmentation_capital, mais après l'opération je comprends, je peux et ne pas assimiler le resultat de l'opération post augmentation_capital à un projet qui accompagne le remboursement des dettes, parce-que dans tous les cas après l'opération, dans notre cas, elle n'est pas reservee, mais on peut faire

Proximité de mots



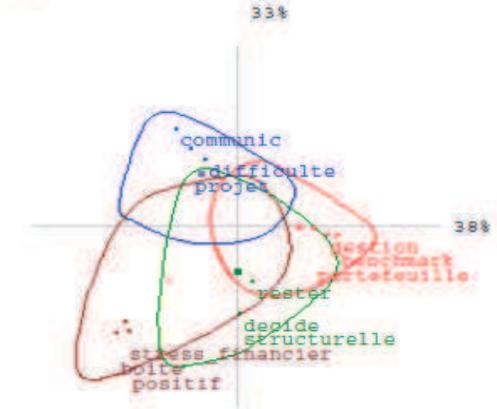
Analyse factorielle en corrélations



Statistique des formes

Libellé	Total
Nombre total de mots du corpus	21780
Effectif moyen d'un mot	8
Nombre de mots analysés	9294
- Verbes	2166
- Adjectif et adverbes	940
- Noms communs	3108
- Autres	3180
Nombre de mots non analysés	9414
- Articles	1336
- Pronoms	2446
- Auxiliaires	1272
- Autres	4360
Richesse du vocabulaire (RV)	83

Analyse factorielle en coordonnées



Extrait du dictionnaire du corpus

Forme	Freq	Forme	Freq	Forme	Freq	Forme	Freq	Forme	Freq	Forme	Freq	Forme	Freq	Forme	Freq
aller	226	portefeuille	33	fort	17	faillite	14	actionnaire_	12	air	9	repondre	8	ensemble	7
augmentation	120	investisseur	31	gerant	17	difficile	14	clair	11	zero	9	notamment	8	français	7
dire	117	voir	30	mettre	17	rendement	14	moyen	11	bonne	9	strategie	8	maîtriser	7
societe	115	operat	30	positif	17	considerer	14	perdre	11	declic	9	appartenir	8	reprendre	7
faire	110	raison	30	faissancer	17	croissance	14	qualite	11	diluer	9	exposition	8	superieur	7
titre	85	acheter	30	effectivemen	17	performant	14	dependre	11	groupe	9	interessar	8	historique	7
fait	84	gros	26	cote	16	passee	13	different	11	niveau	9	opportunita	8	obligation	7
risque	77	part	26	gagner	16	client	13	financier	11	pouvoir	9	completement	8	totalement	7
gestion	72	chose	25	moment	16	rester	13	fortement	11	secteur	9	generalement	8	anticipation	7
decote	70	donner	25	normal	16	rentrer	13	aujourd'hui	11	attandre	9	restructurer	8	risque_asyme	7
prendre	70	terme	24	vendre	16	pourcent	13	definition	11	recherche	9	price_to_bo	8	actionnaire	7
marche	69	parler	24	analyse	16	interessant	13	determiner	11	majoritaire	9	cher	7	augmentation	7
entreprise	66	rassurer	24	appeler	16	etat	12	evidemment	11	minoritaire	9	jour	7	hui	6
action	65	arriver	23	exemple	16	gerer	12	situation_di	11	vue	8	annee	7	vie	6
difficulte	65	element	23	chef	15	jouer	12	base	10	prix	8	choix	7	egal	6
important	54	simple	22	coup	15	sujet	12	fond	10	grand	8	futur	7	euro	6
valeur	52	dossier	22	flux	15	temps	12	sens	10	plein	8	lever	7	reel	6
foie	51	creance	21	boite	15	argent	12	facon	10	besoin	8	poids	7	truc	6
investir	51	permettre	21	petit	15	marque	12	france	10	decide	8	entree	7	type	6
cas	49	situation	21	penser	15	estimer	12	partie	10	monter	8	resume	7	echec	6
benchmark	45	cours	20	essayer	15	premier	12	stress	10	reduct	8	unique	7	poser	6
valoriser	42	valoir	20	mauvais	15	produit	12	evougar	10	sortir	8	arbitra	7	value	6
actionnaire	42	communiqué	20	problem	15	reussir	12	position	10	logique	8	capable	7	compte	6
stress_finan	42	regarder	20	analyser	15	revenir	12	possible	10	maniere	8	chinois	7	danger	6
forcement	41	venir	19	question	15	resultat	12	racheter	10	negatif	8	interet	7	facile	6
vraiment	40	context	19	rembourser	15	concerner	12	realiser	10	relatif	8	matiere	7	rapide	6
projet	37	baisse	18	lier	14	comprendre	12	connaître	10	trouver	8	reserve	7	sauver	6
dette	36	capital	18	vrai	14	asymetrique	12	compliquer	10	business	8	attentif	7	suivre	6
option	35	mesurer	18	cadre	14	informatio	12	prime_risque	10	fonction	8	decision	7	aujourd	6
potent	35	fondamental	18	annonce	14	obligataire	12	structurelle	10	probable	8	deuxieme	7	dernier	6

L'augmentation de capital en situation difficile : le cas des entreprises françaises cotées

Résumé

L'objet de la présente recherche vise à donner un éclairage théorique, méthodologique et pratique de l'augmentation de capital étudiée dans un contexte de crise. En effet, le cadre conceptuel de cette recherche a porté sur les termes suivants : augmentation de capital, difficulté financière, signaux annonciateurs de la situation difficile, notion d'entreprise en situation difficile et plus particulièrement sur la théorie de signalisation et sur la théorie de la lecture optionnelle du bilan. Il convient d'affirmer que ce cadre théorique a eu pour intérêt de « contextualiser » et de délimiter le sujet de recherche. Pour affiner la délimitation du sujet, une étude exploratoire a été réalisée. Elle a permis d'identifier les indicateurs de la situation difficile et de tester la méthodologie d'étude d'événement sur un cas. Enfin, pour valider cette recherche et pour permettre la généralisation des résultats, la méthodologie d'étude d'événement a été appliquée à un échantillon de 30 cas d'entreprises en situation difficile. Le but de cette étude a été de mesurer la création ou la destruction de la valeur actionnariale observable lors du lancement de ce type d'opération qui permet de mesurer les réactions des actionnaires anciens. Par ailleurs, pour mieux appréhender la perception des investisseurs sur ce type d'opération, la recherche s'est orientée vers les analyses de sens et textuelles lexicales. Au final, le sujet étudié peut s'appréhender comme un financement de dernier recours pour les sociétés en situation difficile.

Mots clés

Augmentation de capital - Difficulté financière - Indicateurs de difficulté - Notion d'entreprise en situation difficile - Théorie de signalisation - Théorie de la lecture optionnelle du bilan – Etude d'événement – Analyse de sens et textuelle lexicale.

The capital increase in difficult situation : the case of french listed companies

Summary

The aim of the present research is to provide a theoretical lighting, methodology and practical of the capital increase studied in a context of crisis. Indeed, the conceptual framework of this research focused on the precision of terms such as capital increase, financial difficulty, covenant of difficulty, concept of enterprise in difficulty and in particular on the indication of theories namely signaling and the balance sheet optional reading. We wish to emphasize that this framework has had interest to « contextualize » and to delimit the research topic. And to improve the delimitation of the topic, an exploratory study was conducted and it has identified the indicators of difficulty and test the event study methodology on a case. Finally, to validate this research and to allow generalization of results, event study methodology was applied to a sample of 30 cases of companies in difficulty. The aim of study was to measure the creation or destruction of shareholder value observable at the launch of this type of operation to measure the reactions of former shareholders. Furthermore, to better understand the perception of investors in this type of operation, the research is oriented analyzes of lexical meaning and textual. In the end, the topic studied can be apprehended as a last resort financing for companies in difficulty.

Key words

Capital increase - Financial difficulty - Covenant of difficulty - Concept of enterprise in difficulty – Signaling theory – Theory of the balance sheet optional reading - Event study - Lexical analysis of meaning and textual.