

# Arbitrage entre le capital et la dette : actions contre obligations

Michel PIERMAY

*Eurogroup*

Lorsque la Bourse était faible, l'inflation sévère, que les revenus de placement à intérêt fixe ne couvraient pas la dépréciation de la monnaie, phénomène encore aggravé par la fiscalité des débiteurs et des créanciers, recourir au financement par l'emprunt plutôt que par l'émission d'actions paraissait naturel aux entreprises. L'entrepreneur dynamique recherchait l'« effet de levier ». Le financement par augmentation de capital était une anomalie, une contrainte subie par quelques rares entreprises à la croissance trop rapide pour la rentabilité ou à la santé trop vacillante pour attirer les prêteurs.

La coexistence d'une Bourse en pleine santé, de taux d'intérêt élevés et d'une inflation écrasée, avec quelques encouragements fiscaux pour les détenteurs et les émetteurs d'actions, a permis plus récemment de renforcer les fonds propres et d'alléger les dettes. Les prix relatifs du capital et de la dette semblent bien jouer un rôle actif dans la démarche de financement des entreprises, comme dans la demande de titres. Aujourd'hui, après le krach boursier d'octobre 1987, les taux d'intérêt réels deviennent élevés, mais l'accès au financement en fonds propres est plus difficile et plus coûteux. Le choix entre actions et obligations est moins simple, pour l'entreprise comme pour l'investisseur.

123

---

## LE COMPORTEMENT DE L'ÉMETTEUR

---

La question de l'existence d'une répartition optimale du financement entre capital et dette n'est pas nouvelle. Modigliani et Miller avaient démontré que cet optimum n'existait pas, dès lors que les marchés de capitaux étaient convenablement arbitrés. La prise en compte de la fiscalité avait permis d'observer cependant que la dette était moins coûteuse que le capital en période d'inflation.

La montée des taux d'intérêt au début des années quatre-vingt, suivie par la baisse du taux d'inflation, a entraîné un bouleversement progressif du comportement des entreprises. L'accroissement du poids de la dette dans les bilans a accru la vulnérabilité des entreprises, et le poids des charges d'intérêt a remis en cause leur capacité bénéficiaire. Le levier fiscal, qui permet de déduire les charges d'intérêt du bénéfice imposable lorsqu'il y en a un, a disparu ou est menacé de disparaître

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

avec les bénéfiques. Le passage dans le rouge a très souvent été le facteur déclenchant qui a conduit à rechercher une diminution des frais financiers, jusqu'ici acceptés avec bienveillance puisque fiscalement déductibles.

### **Les nationalisées au cœur d'un processus d'innovation forcée**

Cependant, les entreprises ainsi touchées n'étaient pas en état de faire appel au marché, globalement déprimé par l'effet conjoint de l'endettement des entreprises, facteur de risque, et du niveau des taux d'intérêt, qui se compare à la rentabilité économique et financière des entreprises.

C'est pourquoi, dans un premier temps, ce sont les produits hybrides, intermédiaires entre actions et obligations, qui se sont développés : la demande de financement des entreprises a conduit à imaginer des solutions adaptées. L'« hypersophistication » du marché financier, avec ses actions à dividendes prioritaires, certificats d'investissements privilégiés, titres participatifs, obligations remboursables en actions, obligations subordonnées, obligations indexées, obligations convertibles et surtout obligations à bons de souscription d'actions, bien loin d'être le signe de la décadence que certains voulaient y voir, marquait son adaptation aux besoins des entreprises. Les entreprises nationalisées, lourdement endettées et incapables d'obtenir de l'État des augmentations de capital suffisantes, étaient au cœur de ce processus d'innovation forcée.

### **L'utilisation des Obsa**

Ce processus est particulièrement illustré par le schéma d'utilisation des obligations à bons de souscription d'actions<sup>1</sup> (Obsa) : émission d'obligations à taux inférieur à celui du marché ; donc amélioration du compte de résultat par amélioration des frais financiers ; les bons de souscription permettent de souscrire des actions à un prix d'exercice supérieur à celui d'une augmentation de capital classique. L'amélioration des comptes permet la reprise des cours boursiers, qui permet l'exercice des bons, et souvent d'autres augmentations de capital.

L'Obsa a facilité la transition du financement par l'emprunt au financement par les fonds propres. Dans certains cas, les entreprises qui émettaient des Obsa à faible taux d'intérêt ne pouvaient pas amortir par anticipation leur dette existante ; elles n'avaient pas besoin non plus de ressources d'emprunt, mais plutôt de fonds propres. Elles ont replacé sur le marché obligataire le produit de leurs emprunts et comptabilisé un profit par écart de taux d'intérêt, voire une plus-value sur les titres acquis et revendus.

Cette croissance des bénéfiques financiers d'entreprises industrielles a soutenu leur titre en Bourse, et enfin permis de lever le capital recherché. Lorsque les cours des actions ont atteint un niveau jugé suffisant, les entreprises ont levé du capital bien au-delà de leurs besoins immédiats. Certaines l'ont investi en obligations, gonflant leur bénéfice à court terme, mais hypothéquant la croissance de leur bénéfice futur. D'autres l'ont utilisé pour procéder à des opérations de croissance externe par achats en numéraire. D'autres enfin, mettant à profit un multiple de capitalisation plus élevé que celui de leur cible, ont recherché la croissance externe par échange d'actions. Pour une entreprise de taille moyenne, l'émission d'actions ou d'Obsa, bien rémunératrices pour les banques, était parfois plus facile que l'endettement. Les actions à bon de souscription d'action (Absa) permettent pour leur part de maximiser le prix d'émission et donc de réduire le coût du financement.

L'aboutissement du processus de substitution du capital à la dette comme moyen de financement peut être trouvé dans l'opération de *defeasance* réalisée

<sup>1</sup>— Voir *Revue d'Économie Financière* n°4, *Tribune libre* (NDLR).

récemment par Peugeot, désormais assez riche en fonds propres pour neutraliser, fin 1987, 1 milliard de francs de dette obligataire. Cette dette obligataire résultait d'ailleurs d'une Obsa émise en 1983 au taux alors favorable de 11,5 %. L'opération réalisée représente, sous couvert du droit américain, la constitution d'un actif (sorti du bilan de l'entreprise) pour garantir les paiements de l'obligation. Mais la constitution d'un *trust* n'est pas aujourd'hui possible en droit français.

Le cycle pourrait se trouver bouclé si, après le krach boursier, les entreprises généralisaient un comportement de rachat direct ou indirect de leurs propres actions : elles pourraient réduire leur capital ou en contrôler une partie dans des filiales ou sous-filiales lorsque ces actions sont jugées dépréciées, quitte à augmenter un peu l'endettement. Ou encore si, multipliant les opérations d'auto-contrôle ou de « noyaux durs croisés », elles consommaient une part importante de leurs fonds propres.

---

## LE COMPORTEMENT DU PROPRIÉTAIRE

---

Le groupe d'actionnaires qui contrôle une entreprise attache une grande importance à son pouvoir de contrôle. Si ses capacités de financement sont limitées, il ne pourra pas suivre les éventuelles augmentations de capital, et les empêchera donc. Un certain nombre de produits financiers comme les actions sans droits de vote ou les certificats d'investissement permettent de lever cette contrainte. La contrepartie est cependant présente sous la forme d'une forte décote de ces titres par rapport aux actions véritables. Le coût du financement s'en trouve accru d'autant pour l'entreprise.

Cette observation est vraie pour certains groupes familiaux, mais aussi pour les entreprises nationalisées, qui ont pu avoir également recours à un financement par titres participatifs. Dans ce dernier cas, il peut être noté que du point de vue de la gestion patrimoniale, l'État a clairement arbitré entre actions et obligations, en nationalisant à crédit grâce aux obligations indemnitaires en 1982, puis en se désendettant lors des privatisations. Le processus des privatisations en 1986-1987 a fait le plus largement appel aux ventes d'actions détenues par l'État, en prévoyant la possibilité d'un paiement en obligations d'État, et le produit perçu en numéraire a permis de réduire de 32 % les émissions brutes d'obligations d'État de 1987 par rapport à 1986 (93,7 milliards de francs contre 137,8 milliards de francs ; le chiffre était de 99,9 milliards de francs en 1985 et de 85 milliards de francs en 1984).

125

### **Rentabilité financière sans rentabilité économique**

La hausse des cours boursiers a conduit certaines familles à diminuer leurs participations, les fonds obtenus étant très souvent réinvestis dans des portefeuilles obligataires. Pendant la période qui va du début de l'été 1986 à la fin de l'été 1987, la coexistence de cours de Bourse élevés et de taux d'intérêt non moins élevés a réfréné les enthousiasmes des *raiders*. Alors que ceux-ci se tenaient prêts et avaient levé les capitaux nécessaires, souvent dans l'attente des privatisations et de leurs suites, ils ont pu attendre que le prix relatif des actions et des obligations se corrige : beaucoup de *holding* qui venaient de lever du capital sont restés liquides ou investis en obligations.

Les opérations d'acquisitions constatées avant le krach boursier ont très souvent préféré le paiement en titres plutôt qu'en espèces. Le développement des opérations de croissance externe privilégie pourtant l'endettement et la recherche du levier (LBO) ; ces opérations, nécessitant une rentabilité très forte compte tenu du niveau des charges d'intérêt, ont provoqué la restructuration, voire le démembrement, plutôt que la croissance purement économique. Le propriétaire qui ne se finance pas uniquement sur ressource propre ne peut se satisfaire de la rentabilité

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

économique, même bonne, de son entreprise : des taux d'intérêt élevés exigent un désendettement rapide, donc une restructuration et des cessions d'actifs. Un des points délicats fréquemment mis en avant ces dernières années en France par les analystes financiers est l'amélioration rapide de la rentabilité financière sans que la rentabilité économique suive.

Si l'actionnaire dominant recherche la maximisation de la valeur de son actif, il recherchera les occasions de pratiquer l'anti-dilution, par augmentation de capital à un prix de l'action très supérieur à sa valeur intrinsèque. Beaucoup de *holding* ont procédé ainsi, alors que les cours de leur action étaient surcotés par rapport à leur actif net. Ils ont souvent investi dans d'importants portefeuilles obligataires.

### LE POINT DE VUE DE L'ACTIONNAIRE MINORITAIRE

Les méthodes d'évaluation des actions qui adoptent le point de vue du minoritaire reviennent toutes à l'actualisation des bénéfices futurs. Quel que soit le modèle retenu, le mécanisme de l'actualisation d'une suite infinie de dividendes indique que la valeur d'une action est plus sensible, en première analyse, au niveau des taux d'intérêt que celle de n'importe quelle obligation : les flux à actualiser sont plus éloignés dans le temps pour l'action que pour l'obligation, surtout pour les valeurs de croissance, dont le dividende immédiat est faible. Une analyse plus fine aggrave souvent la conclusion, puisque les taux d'intérêt ont un effet sur la croissance et donc sur les flux de bénéfices futurs.

Ce type d'approche conduisait en France, depuis avril 1987, à arbitrer les actions en faveur des obligations, conclusion à laquelle permettait d'arriver par exemple la droite de marché d'Associés en Finance, qui donne les positions relatives des divers actifs financiers suivant le double critère du risque et des rentabilités attendues.

#### La méthode des trois actifs

Le modèle d'évaluation le plus simple, qui suppose une croissance régulière des bénéfices des entreprises jusqu'à l'infini, celui de Gordon-Shapiro, indique d'ailleurs que le rendement immédiat obtenu sur une action est égal à la différence du taux d'actualisation et du taux de croissance : une hausse de deux points du taux d'actualisation, à croissance constante, entraînerait une hausse de deux points du rendement jugé nécessaire. Si ce rendement était de 4 %, il passerait à 6 % ; ce qui, à dividendes constants, représente une baisse d'un tiers de la valeur des actions.

La méthode dite des trois actifs (actions/obligations/liquidités), largement utilisée par les investisseurs institutionnels, conduit elle aussi à des arbitrages suivant les prix relatifs des dettes et des fonds propres. Ces investisseurs institutionnels, aux États-Unis comme en France, ont d'ailleurs largement adapté leur comportement en prenant des bénéfices sur les actions pour acquérir des obligations bien avant le krach boursier, et ont continué dans les mois qui ont suivi. Un aspect comptable est venu renforcer ce comportement né d'une analyse des rentabilités et des risques : la hausse des cours des actions en accroît la proportion en valeur dans les portefeuilles, et conduit à des prises de bénéfices pour maintenir un quota jugé « normal ». En période de bourse faible, les institutionnels reconstituent au contraire la valeur de leur stock d'actions.

#### Un transfert de l'épargne obligataire vers l'épargne en actions

Si les investisseurs particuliers ont souvent tendance par effet d'imitation à acheter facilement les titres qui viennent de connaître la meilleure performance, et donc dans

certain cas des titres dont le prix relatif est élevé, ils sont également sensibles au taux d'intérêt nominal, pour leurs livrets d'épargne comme pour leurs placements obligataires, et n'adaptent pas immédiatement leur comportement à un changement de niveau de l'inflation. Le développement des organismes de placement collectif de valeurs mobilières (OPCVM) a entraîné cependant une modification très importante en sensibilisant les investisseurs à la notion de rentabilité globale (coupon plus gain ou perte en capital). Une Sicav obligataire offre dès lors pour l'épargnant bien des points communs avec une action.

Ce développement des OPCVM a favorisé en France, pendant les quinze mois qui ont précédé le krach, un transfert de l'épargne obligataire vers l'épargne en actions: la hausse des taux d'intérêt entraînant l'affichage de performances médiocres sur les OPCVM obligataires, qui se voyaient délaissés au profit des OPCVM d'actions, plus flatteurs. Les trésoriers d'entreprise ont été sensibles à cette apparence, qui peut expliquer la distorsion anormale alors observée: pendant plus d'un an, les cours des actions continuaient à monter brillamment, alors que tous les modèles d'évaluation montraient que la hausse des taux d'intérêt rendait les obligations plus attractives. Le krach d'octobre 1987 a représenté un retour brutal à des prix plus équilibrés.

#### **La rémunération des comptes à vue**

Une autre modification de l'environnement de l'épargne doit être prise en compte: en interdisant une rémunération de marché des comptes à terme, le gouvernement de 1981 a en fait lancé le mouvement de la rémunération des comptes à vue, par le biais des OPCVM de court terme. Univar du Crédit Agricole, avec sa part à 100 F, et aujourd'hui le « Compte optimal » de Cortal permettent en fait de rémunérer une épargne à vue, voire des sommes accessibles sur un compte chèque. La théorie économique n'a pas intégré cette donnée dans ses descriptions de l'équilibre macro-économique: elle considère toujours que le taux d'intérêt rémunère un sacrifice de liquidité. Qu'un placement liquide et sans risque, grâce aux techniques de réméré et aux nouveaux instruments monétaires, donne une rémunération réelle après impôt de l'ordre de 3 % ne peut pourtant pas être neutre dans l'équilibre de l'épargne et de l'investissement.

127

La dilution des bénéfices futurs due à l'émission d'obligations convertibles ou à bons de souscription n'a pas toujours été suffisamment intégrée par la Bourse: celle-ci a été sensible à un gonflement immédiat des bénéfices du fait d'un taux d'intérêt inférieur au niveau du marché, permettant de générer une marge en remplaçant le produit de l'émission. Plus d'une entreprise a su en profiter. L'actionnaire minoritaire doit se souvenir que les modèles d'actualisation n'envisagent pas d'autre financement que l'autofinancement, et qu'ils ne doivent pas être extrapolés sans précautions.

### **LES INCITATIONS DE LA POLITIQUE FISCALE ET FINANCIÈRE**

La fiscalité joue un rôle bien connu dans le coût relatif de la dette et du capital. En effet, les charges d'intérêt sont fiscalement déductibles, au contraire des paiements de dividendes. De même, la fiscalité française des détenteurs d'obligations est privilégiée grâce à l'écrêtement de l'impôt progressif sur le revenu par un prélèvement forfaitaire au taux modéré (27 % avec les prélèvements sociaux « exceptionnels »). Cependant, l'évolution des dernières années a favorisé un certain rééquilibrage. La diminution du taux de l'impôt sur les sociétés, en passant de 50 à 42 %, favorise doublement l'épargnant puisque ce dernier voit son avoir fiscal maintenu à 50 %, en

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

proportion du bénéfice avant impôt. Là où l'entreprise réservait 100 à la distribution, elle payait 50 au fisc, qui consentait un avoir fiscal de 25. Dans le nouveau régime, l'entreprise paie 42 au fisc, distribue 58, à quoi s'ajoute 29 d'avoir fiscal.

### **Un retour à une vérité des coûts de financement, favorable aux actions**

D'autre part, les augmentations de capital ont été favorisées par des possibilités de déduire les dividendes sur actions nouvelles du bénéfice imposable. Mais le retour, après 1981, à un régime fiscal des plus-values particulièrement modéré a joué un grand rôle. Si les entreprises ont recherché, même sur leurs placements obligataires, à bénéficier du taux de 15 % réservé aux plus-values à long terme, les particuliers se sont vus privés, en 1986, de la plupart de leurs possibilités de transformer leurs revenus obligataires en plus-values, encore moins taxées par le jeu des OPCVM ne distribuant pas de coupon. L'absence d'imposition des plus-values boursières est d'ailleurs généralement mise en avant pour contribuer à expliquer le prix relatif élevé des actions au Japon.

Les paragraphes précédents ont montré le rôle de la création des nouveaux instruments financiers. La modification de la politique monétaire, avec la suppression de l'encadrement du crédit et le rôle accru joué par les taux d'intérêt à court terme, et surtout la libéralisation de la rémunération de la trésorerie par les titres de créance négociable et les OPVCM n'ont pas été négligeables. Le recul des procédures semi-publiques de financement des entreprises à un taux inférieur à celui du marché a contribué au retour à une vérité des coûts de financement, favorable aux actions.

C'est en fait le progrès vers une plus grande neutralité fiscale, la diminution des interventions publiques dans le financement des entreprises et le décloisonnement des marchés financiers qui a développé un véritable comportement d'arbitrage en faveur du mode de financement le moins coûteux.

128

Sur la période récente, les entreprises ont su arbitrer entre dette et capital suivant les coûts relatifs de ces sources de financement. Seul un souci de contrôle du capital a pu pousser à des financements plus coûteux pour l'entreprise : l'émission d'actions sans droits de vote ou de certificats d'investissement, avec une décote, ou encore des opérations d'absorption de filiales déjà contrôlées, en France ou à l'étranger, pour alourdir la société-mère.

S'il a pénalisé l'investissement physique, le niveau élevé des taux d'intérêt a effectivement contraint les entreprises à augmenter leurs fonds propres. La remise en question des procédures de bonification d'intérêt a permis ce mouvement, en atténuant l'anomalie économique qui conduisait à réserver les sources de financement les moins coûteuses aux entreprises les plus endettées et les moins profitables. Le mouvement enregistré est particulièrement important si l'on observe que les grandes entreprises, en constituant des portefeuilles obligataires qui réduisaient leur endettement net, se sont trouvées en 1985-1986 dans la position d'épargner et de financer la dette publique, avant que l'État ne commence à se désendetter.

Le comportement financier des entreprises industrielles françaises s'est adapté plus vite que celui des ménages ou même des administrations. L'augmentation de capital a cessé d'être « un mode de financement résiduel ».

Ce mouvement est différent de celui enregistré aux États-Unis à la même époque, où le recours à l'emprunt pour procéder à des acquisitions d'actions s'est fortement développé. Octobre 1987 n'a pas modifié les comportements : les grandes opérations de prise de participation ou de contrôle par les entreprises françaises conduisent, début 1988, à préparer des augmentations de capital, même si celles-ci

sont 30 à 40 % plus coûteuses qu'elles n'auraient été un an plus tôt. La comparaison anticipée coût de la dette/coût du capital est peut-être jugée encore favorable au capital, ce qui traduit une absence de crainte (ou d'espoir) inflationniste de la part des entreprises. Les augmentations de capital des sociétés cotées en France conservent cependant une marge de développement : elles représentaient, en 1986, 1,2 % du PIB, comme en 1964, pour 5,2 % en 1929. Les chefs d'entreprise ne sont-ils pas les meilleurs juges de la valeur de leurs actions et ne savent-ils pas les vendre lorsqu'ils les estiment chères ?

## ANNEXE I

### ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES CONTRE APPORTS EN ESPÈCES

(Montants nets versés en millions de francs)	1982	1983	1984	1985	1986	1987*
<b>ACTIONS ET TITRES</b>						
<b>ASSIMILÉS</b>						
Valeurs cotées	6 349,53	11 058,89	9 502,64	19 880,17	60 865,81	43 193,10
C.I.					25 048,06	4 378,12
<b>OBLIGATIONS ET TITRES</b>						
<b>ASSIMILÉS</b>						
(1) Obligations classiques	116 325,72	146 802,80	190 663,38	246 746,16	265 209,83	176 799,90
(2) Titres obligataires à caractère action	19,29	5 525,02	8 685,92	14 203,88	10 416,52	9 085,33
<b>Total (1) + (2)</b>	<b>116 345,01</b>	<b>152 327,82</b>	<b>199 349,29</b>	<b>260 950,03</b>	<b>275 626,34</b>	<b>185 885,23</b>

Source : Crédit Lyonnais  
\* De janvier à novembre 1987.

129

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BOISIVON J.-P. — *Les entreprises et la Bourse*. — Thèse d'État, Paris X, 1978.  
 JACQUILLAT B.- JOUSSET H. — *La droite de marché*. — *Associés en Finance*.  
 MARTY G. — *Marché obligataire et marché des actions, l'enjeu de l'investissement*. — *Analyse financière* n° 63, 1985.  
 MODIGLIANI F. et MILLER M. — *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. — *American Economic Review*, juin 1958.  
 REGNIEZ J. — *Considérations sur les besoins en fonds propres des entreprises françaises*. — *Revue d'Économie Financière* n° 1, 1987.