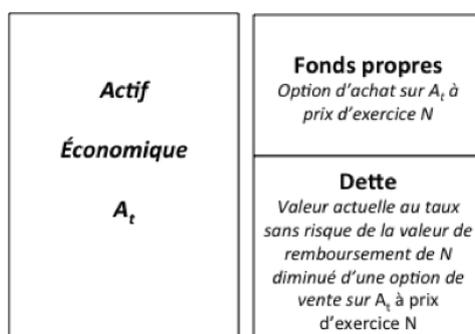


4^{ème} épisode :

Pourquoi la valeur des fonds propres d'une société n'augmente-t-elle pas mécaniquement du montant généré par une augmentation de capital ?

Nous avons expliqué dans un épisode précédent que le passif du bilan pouvait être caractérisé sous la forme d'une option d'achat pour les fonds propres et d'une option de vente s'agissant du risque porté par la dette.

- Les fonds propres sont égaux à une option d'achat (C_t) sur les actifs de la société (A_t) d'échéance celle de la dette et de prix d'exercice la valeur de remboursement de la dette (N).
- La dette est égale à la valeur actuelle au taux sans risque de la valeur de remboursement (N) diminuée d'une option de vente (P_t) sur les actifs de la société (A_t) d'échéance celle de la dette et de prix d'exercice la valeur de remboursement de la dette (N).



Le bilan économique vu par le prisme des options.

La théorie des options permet de montrer facilement qu'une évolution du levier financier, toutes choses égales par ailleurs, se traduira par un transfert de richesse entre actionnaires et prêteurs ; des actionnaires vers les créanciers en cas de baisse du levier et des créanciers vers les actionnaires en cas de hausse du levier¹.

Arrêtons-nous sur le cas le plus simple à exposer et le plus marquant : une augmentation de capital entraînant une baisse de l'endettement net de l'émetteur (baisse du levier financier). Dans ce cas, **la valeur des fonds propres ne va pas être augmentée de la totalité de la somme apportée par les actionnaires et la dette en valeur diminuera moins que le montant qui aura été remboursé aux prêteurs.**

La raison en est simple : la hausse des fonds propres diminue le risque supporté par la dette. Non seulement la dette est plus faible en valeur absolue, mais également relativement à l'actif économique. L'asymétrie entre gains et pertes potentiels est modifiée pour chacun des apporteurs de ressources financières de l'entreprise et les niveaux de volatilité, donc de risque, associés tant aux fonds propres qu'à la dette sont réduits.

La valeur actuelle de la dette diminue donc d'un montant inférieur au montant pourtant remboursé immédiatement grâce à l'augmentation de capital. La baisse du coût du risque a en effet redonné de la valeur à la dette restante. Exprimé de manière plus classique, le taux

¹ Sans que cette évolution de la structure financière ne fasse évoluer la valeur de l'actif (cf. épisode précédent).

d'actualisation de la dette diminue puisque le risque inhérent à la dette restante est inférieur à ce qu'il était avant. La valeur de la dette, dont la rémunération reste inchangée, augmente.

Il est important de préciser que nous avons raisonné toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire sans changement des conditions de rémunération de la dette. En effet, si nous considérons que, non seulement l'entreprise lance une augmentation de capital, mais, qu'en plus, elle réfinance son endettement (pour une valeur de dette inchangée), alors le transfert de richesse n'aurait pas eu lieu...