Patrick TOPSACALIAN

COLLECTION
EXERCICES ET CAS
17

ACQUISITION DE SOCIÉTÉS

Concepts, cas, corrigés

ECONOMICA

ACQUISITION DE SOCIÉTÉS

Concepts, cas, corrigés

Dans la même collection

Laurent BAILLY, Bernard COLASSE,
Comptabilité générale – Questions et applications.

Bernard BERNIER, Robert FERRANDIER, Yves SIMON,
Macroéconomie – Exercices et corrigés, 2e éd.

Patrick CASTEX,
Analyse macrocomptable et comptabilité nationale.

Elie COHEN, André SAUREL,
Analyse financière – Outils et applications.

Christiane FRANCK-CADIER,
Démographie – Tome 1 : Les phénomènes démographiques.

Christiane FRANCK-CADIER,
Démographie – Tome 2 : La population.

Michel GERVAIS, Guy ROCHERY, Charles DUCROCQ,
Contrôle de gestion – Etudes de cas.

Michel HERLAND,
Auto-manuel de macroéconomie – Cours, exercices et corrigés.

François LEROUX,
Micro-économie – Exercices et corrigés.

Marie-Agnès LEUTENEGGER,
Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers.

Claude MOUCHOT,
Exercices pédagogiques de statistique et économétrie, 2e éd.

Michel PIERMAY, Olivier HEREIL, Alain LAZIMI,
Mathématiques financières.

Patrick ROUSSEAU,
Théorie financière et décision d'investissement.

Yves SIMON,
Finance internationale : questions et exercices corrigés.

Daniel THIEL,
Recherche opérationnelle et management des entreprises.

Collection Exercices et cas

dirigée par Yves Simon, Professeur à l'Université de Paris IX-Dauphine et au Groupe HEC

Patrick TOPSACALIAN

ACQUISITION DE SOCIÉTÉS

Concepts, cas, corrigés

ECONOMICA
49, rue Héricart, 75015 Paris

Les droits d'auteur ont été alloués à l'organisme « Médecins sans frontières » et seront directement versés par l'éditeur.

T.P.

Remerciements

L'auteur remercie le groupe SEB en la personne de M. Dupont, directeur général, et le groupe Salins du Midi en la personne de M. Couderc, directeur des ventes à l'export, pour l'aide apportée à la conception de cet ouvrage. En mettant à disposition des données et des informations réelles et de par leur disponibilité, ils ont permis la création de cas originaux authentiques.

Il remercie également l'ensemble des responsables de l'Ecole supérieure de Commerce de Montpellier pour le soutien financier qui a rendu possible l'élaboration de ces cas ainsi que le Professeur J. Teulié pour ses précieux conseils.

Les autres cas de ce manuel ont été réalisés uniquement à partir de documents publics et disponibles au moment de l'opération.

Table des matières

DEUXIÈME PARTIE
PRISE DE PARTICIPATION MAJORITAIRE OU RACHAT GLOBAL

TROISIÈME PARTIE : L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT OU D'ÉCHANGE

QUATRIÈME PARTIE
L'INTRODUCTION EN BOURSE

Introduction générale

Quels sont les véritables motifs des prises de contrôle ? Comment peut-on justifier la mobilisation de ressources importantes vers de telles opérations ? Les réponses à ces questions ont fait l'objet d'une nombreuse littérature [1] qui a débouché sur différentes approches justifiant la prise de contrôle des entreprises : certains [2] ont vu dans la synergie économique ou financière le principal facteur de motivation des opérations, tandis que d'autres ont cherché soit dans les imperfections du marché [3] soit dans la diminution du risque de faillite [4] le moteur d'un tel engouement.

Indépendamment de toute approche financière, on considère en général [5] que la survie des entreprises est liée à leur capacité de croissance. Celle-ci peut revêtir trois formes :

– le développement et la commercialisation de produits nouveaux,

– la pénétration de nouveaux marchés soit avec des produits actuels soit avec des produits nouveaux,

– l'acquisition d'activités ou d'entreprises, généralement appelée croissance externe. C'est en fait la recherche de synergies économiques dont la finalité reste l'amélioration des flux économiques.

---

1. Le lecteur pourra se référer au livre de B. Husson, *La prise de contrôle des entreprises*, PUF, 1987.

2. Parmi les synergies de nature économique, on peut citer : les économies d'échelle, l'amélioration de la rentabilité économique, le *bargaining power* (pouvoir de négociation), le *market power* (situation de type monopolistique).

3. Voir notamment Lintner, "Conglomerate and vertical responses to market imperfection : expectations, mergers and equilibrium in purely competitive markets", *American Economic Review*, May 1971, p. 101-111.

4. Le lecteur pourra se référer à :

– B. Husson déjà cité en (1) p. 28 et suiv.

– M.J. White, "Bankruptcy costs and the new bankruptcy code", *Journal of Finance*, vol. 38, May 1983, p. 477-488.

– E.I. Altman, "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question", *Journal of Finance*, vol. 39, September 1984, p. 1067-1089.

5. D. Merunka, P. Topsacalian, "La croissance externe : mort des produits nouveaux ?", *Recherche et Applications en Marketing*, vol. 11, n° 3/1987.

On a assisté au début des années 1980 à une augmentation considérable des mouvements de croissance externe par rachat de sociétés, offres publiques d'achat (OPA), offres publiques d'échange (OPE). Cette frénésie a touché des secteurs d'activités divers et des entreprises de toutes tailles. Le marché français a véritablement commencé à être très actif en 1986 avec les actions vedettes telles que les prises de contrôle de la Générale Biscuit par BSN, Veuve Clicquot par le célèbre bagagiste Louis Vuitton, et l'OPE réussie de Saint-Louis Bouchon sur Lesueur. Depuis, malgré la pause de la fin de l'année 1987, c'est "à grands coups de milliards que Rhône-Poulenc, Saint-Gobain, Michelin et Accor ont pris des parts de marché substantielles sur le marché américain. LVMH a renforcé sa position dans Guinness, Moulinex a affermi sa part de marché en Allemagne" [1]. Les entreprises françaises n'hésitent plus à lancer ce type d'opération au niveau mondial comme en témoigne l'OPA effectuée par Schneider sur "Square D" pour 2,23 milliards de dollars.

Dans ce contexte, l'objectif de ce livre est de permettre aux financiers d'analyser au travers d'exemples réels les différents cas de figure qui peuvent se poser dans le cadre de la croissance externe soit par acquisition, soit par offre publique. Ce dernier point, étant abordé dans le cadre d'un échec, celui de l'OPA de la compagnie financière de Paribas sur la compagnie de Navigation Mixte, pose, en outre, le problème de la nécessité de l'existence de synergies économiques.

Les analystes doivent :

– dans le cas d'acquisition d'activités ou d'entreprises, cerner les problèmes posés par les différents modèles d'évaluation de sociétés afin d'en déterminer la valeur possible de transaction, tout en tenant compte des contraintes du marché,

– pour les entreprises désirant s'introduire en bourse dans le but de financer leur croissance interne ou externe, trouver le prix le plus proche du prix d'équilibre afin de préserver l'intérêt de tous.

LES CAS

Les cas proposés dans ce manuel sont issus de situations réelles et récentes, ce qui peut expliquer leur taille. Ils traitent de problèmes de croissance externe à l'exception du cas "Altran" dont le but est l'estimation du prix d'introduction en bourse en plein krach boursier. Cette introduction a pour objectif à terme un financement de la croissance.

Il s'agit :

– du rachat par le groupe Seb de la société Rowenta,

– de l'OPE/OPA lancée par la banque Paribas sur la Compagnie de Navigation Mixte,

---

1. V. Nau, F. Tixier, "Faut-il avoir peur des frais financiers ?", *Option Finance,* n° 145, 14 janvier 1991, p. 10.

– de l'implantation au Japon par rachat de la société Zimmerman du groupe des Salins du Midi, et de l'éventuelle augmentation de cette participation,

– de l'introduction en plein krach boursier du groupe Altran technologies.

Tous ces dossiers sont précédés de chapitres comportant les principaux rappels théoriques qui faciliteront leurs réalisations. Ils sont suivis de notes pédagogiques détaillées reprenant pas à pas l'analyse des dossiers à partir des opérations réellement réalisées.

L'analyse, suivant les cas, se décompose en trois ou quatre parties :

• le diagnostic complet, sous forme de synthèse, soit de la société à acquérir soit de la société à introduire en bourse ;

• l'évaluation de la société ou du groupe à partir de la détermination des différents prix et de la fourchette probable de négociation ou d'introduction ;

• la résolution de problèmes plus spécifiques liés au financement au travers :

– soit d'un choix de financement pour l'entreprise,

– soit d'un choix de rémunération de l'actionnariat,

– soit de l'appréciation des risques d'insolvabilité,

• enfin l'analyse de la richesse de l'actionnariat.

PREMIÈRE PARTIE

Le rachat de sociétés non cotées

Cette première partie, composée de trois chapitres, a pour objet de faire le point sur les différents problèmes qui se posent lors d'un rachat de société non cotée sur le marché financier. Le premier chapitre aborde les problèmes de diagnostic, d'évaluation de société et de coût de capital. Le second chapitre est une application concrète dans le cadre du rachat, par le groupe SEB, de la société Rowenta. Le troisième chapitre est une note pédagogique reprenant les détails de l'opération.

Chapitre 1

Diagnostic, évaluation et coût du capital

I - LE DIAGNOSTIC

"L'analyse financière a pour objet de déceler les forces et les faiblesses de l'entreprise à un moment donné et dans les perspectives d'un objectif déterminé. Pour construire son diagnostic, l'analyste financier doit bien évidemment savoir où trouver de l'information, suivant que l'étude conduite soit de type externe ou interne. Il doit ensuite établir les relations qu'il juge pertinentes. Il doit enfin interpréter ces relations en gardant présent à l'esprit le caractère plus ou moins fiable de l'information qu'il utilise" [1].

Dans le cadre d'une acquisition de société ou d'introduction en bourse, l'objectif du diagnostic est de déterminer quelles sont les différentes politiques menées par la société et les risques que peut encourir l'acquéreur. L'appréhension quelquefois difficile rend nécessaire, tout comme dans le cas de la détermination d'un "rating" accordée aux obligations par les organismes spécialisés, une analyse détaillée de l'entreprise au travers des différentes sources d'informations disponibles. Il est par ailleurs utile de rappeler [2] que l'analyse n'a d'intérêt que si elle opère une comparaison dans le temps ; l'observation d'une seule année de référence est pauvre en enseignement. De plus, l'analyse doit être conduite en valeur relative, les valeurs globales étant trop statiques.

1. J. Teulié, *Analyse financière de l'entreprise*, concepts et méthodes, Chotard, 1989, p. 34.

2. J.C. Lointier, *Diagnostic économique et financier de l'entreprise*, ITB, 1991.

Le diagnostic peut être mené autour de cinq axes. Ceux-ci, non exhaustifs, sont conformes aux analyses réalisées par les organismes financiers. Il s'agit de :

– l'analyse de l'environnement de l'entreprise, aussi bien d'un point de vue politique qu'économique et social ;

– l'étude de la rentabilité et de la méthode d'analyse de cette rentabilité. Cette étude nécessite une analyse en termes d'approche fonctionnelle (commentaires des soldes intermédiaires de gestion) et de trésorerie dégagée, complétée par l'étude de la capacité d'autofinancement et de son affectation. Ainsi, les effets des différentes politiques sur la rentabilité seront mis en valeur ;

– la mise en évidence de la solvabilité, en analysant tout particulièrement la structure financière et les fonds propres de l'entreprise, sa capacité à faire face à ses engagements ;

– l'adéquation du financement, de sa structure aux problèmes spécifiques de l'entreprise. Cet axe fera apparaître les effets des différentes politiques sur la trésorerie ;

– enfin, lorsque l'information est disponible, un test de cohérence des prévisions (aussi bien celles du vendeur que celles de l'acheteur) doit être entrepris.

Le diagnostic doit être résumé en une synthèse qui ne doit pas excéder deux à trois pages et doit mettre en exergue les principales options politiques suivies par l'entreprise.

1. L'environnement de l'entreprise

1.1. La conjoncture

La conjoncture est l'ensemble des variables de nature diverse, économique, politique sociale.., qui caractérisent une situation à un moment donné et qui, de ce fait, exercent une influence plus ou moins importante sur le comportement des organismes qui vivent cette situation [1]. La conduite d'un diagnostic ne peut l'ignorer. Il est donc nécessaire en préalable à l'analyse proprement dite d'étudier l'environnement national ou international, d'un point de vue commercial, financier et politique, dans lequel l'entreprise évolue.

1.2. L'environnement commercial

Avant de réaliser l'étude spécifique concernant l'entreprise et tout en n'ayant pas la prétention de réaliser un audit commercial, l'analyste devra se poser quelques questions simples dont les réponses permettront de caractériser par la suite la performance de la firme à étudier.

---

1. J. Teulié, déjà cité en 1, p. 36.

Les principales questions se résument à :
– Comment évolue le marché ?
– Comment évoluent les produits ?

La réponse à ces questions permettra de mieux apprécier les performances des produits sur le marché :
– Quel est le positionnement sur le marché ?
– Quel est le positionnement du produit ?

1.3. L'environnement économique et financier

1.3.1. Incidence de l'inflation

Il est généralement admis que l'inflation a une double influence qui doit être analysée lors d'un diagnostic : au niveau du compte de résultat (impact sur la production, sur la consommation et indexation d'autres charges) et au niveau du bilan. Ces deux aspects devront être mesurés et intégrés dans l'analyse.

1.3.2. Evolution des taux d'intérêt

Tout comme l'inflation, l'évolution des taux doit faire l'objet d'une analyse qui permettra d'étudier ou de confirmer la politique financière de la firme. Par exemple, à financement égal, entre 1982 et 1986, la baisse des taux aurait dû entraîner une baisse des frais financiers. Qu'en est-il vraiment dans l'entreprise étudiée ?

Le risque de taux d'intérêt [1] a connu depuis les années 1970 une très forte acuité due à une volatilité très importante des taux qui a entraîné l'élaboration d'outils nouveaux dont la finalité était la couverture du risque. "Le risque de taux d'intérêt est celui que fait courir au porteur d'une créance ou d'une dette à taux fixe, l'évolution ultérieure des cours" [2]. Comme le montre le tableau 1.1, la manifestation de ce risque apparaît aussi bien dans les bilans que dans les comptes de résultat et, de plus, peut être échelonnée dans le temps :

– elle peut être immédiate : dans ce cas elle se traduit, par exemple, par une variation d'un actif ou d'un passif : prêts, emprunts, dettes ou créances. Pour ce qui est du bilan, une hausse des taux entraîne une dépréciation de la valeur actuelle des postes de l'actif tandis qu'une baisse entraîne une hausse de la valeur actuelle des dettes et c'est donc la structure de l'endettement global de l'entreprise qui est menacee. De plus, ce risque pourra affecter également les engagements hors bilan ;

– elle peut être diffuse : elle se concrétise alors par des conséquences sur les résultats futurs, soit dans le cadre d'engagements

1. P.Topsacalian, *Principes de finance internationale*, Economica, 1992.
2. Définition du risque de taux donnée par la Commission Bancaire dans son *Livre Blanc*.

futurs certains (obligation de livrer ou de recevoir), soit d'engagements conditionnels.

L'influence et les manifestations sur le compte de résultat du risque de taux peuvent se résumer dans le tableau 1.1. De récentes études [1] réalisées en France ont permis de démontrer que le risque de taux était moins bien perçu que le risque de change, du fait même qu'il semble, aux dirigeants d'entreprise, plus difficile à appréhender.

Tableau 1.1
Le risque de taux d'intérêt

	Nature des taux	**Hausse des taux**	**Baisse des taux**
Produits	Taux fixe Taux variable	Coût d'opportunité Augmentation	Opportunité de gain Diminution
Charges	Taux fixe Taux variable	Opportunité de gain Augmentation	Coût d'opportunité Diminution

A. Antoun [2] signale par ailleurs que :

• les entreprises disposent aujourd'hui d'une information interne incomplète : "la perception que les entreprises ont de ce risque peut être mesurée au travers des outils dont elles disposent pour l'analyser : état de suivi de la transformation par échéances, situation du risque de taux sur les engagements et les avoirs restant à courir, indicateurs de gestion en matière de taux de rendement moyen des avoirs et de coût moyen des ressources" ;

• une bonne mesure du risque de taux nécessite une gestion des états permettant :

– le suivi d'une situation sur les engagements et les avoirs restant à courir. Cet état constitue un document indiquant la sensibilité de l'entreprise aux variations des taux d'intérêt,

– la mise en évidence d'indicateurs de gestion indiquant le taux de rendement moyen des avoirs et le coût moyen des ressources.

1.3.3. La mesure du risque économique de la firme peut également passer par la répartition du capital

Quelle est la géographie du capital ?

Pour l'évaluateur, elle constitue un élément important du risque passé, à associer au problème de forme juridique, car elle a déterminé

1. A. Antoun, 1987, "La gestion des risques financiers dans les entreprises en France", *Analyse financière*, 3e trim., p. 23.
2. A. Antoun, article cité en 1.

2. Evaluation boursière sur la base du 16.10.1987

Nouveaux coefficients de capitalisation :

Société	15.09	16.09	Dernier P/E connu
CGI	26,1	Non coté	23
Dataid	23,5		16,19
Marben	24,5		20,11
Sema	30,4		24,62

L'estimation à partir d'un BPA de 9,5 donnerait un prix variant entre :

$$24{,}62 \times 9{,}5 = 234 \text{ F}$$
$$16{,}19 \times 9{,}5 = 154 \text{ F}$$

IV – ACTUALISATION DES FLUX DE LIQUIDITÉS FUTURS

Comme indiqué dans le cas, la CAF est sensiblement égale au résultat. Le calcul des investissements (hors rachat de delta) se fera à partir de la comptabilité, en posant pour équation [1] :

Immobilisations 1986 + dotation aux amortissements 1986 + valeur comptable nette des cessions 1986 - immobilisations 1985 = acquisitions 1986.

soit :

$$(1\,039\,866 + 167\,819) - 915\,193 = 292\,492 \text{ F}$$

ce qui représente par rapport à la capacité d'autofinancement un pourcentage égal à :

$$292\,492/5\,838\,089 = 5\ \%.$$

Les investissements des années 87, 88, 89 (hors acquisition) seront donc égaux à :

Années	1987	1988	1989
Montant	0,5	0,725	1,05

1. Il a été considéré dans ce cas qu'il n'y a pas, ou peu, de mises au rebut.

1. Calcul du BFR d'exploitation

En 1986, le besoin en fonds de roulement d'exploitation est égal à :

$$19\,805\,750 - 14\,168\,080 = 5\,637\,670$$

ce qui correspond à :

$$\frac{5\,637\,670}{51\,144\,389} \times 360 = 40 \text{ jours de chiffre d'affaires}$$

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (hors modifications liées aux nouvelles acquisitions) sur les prochaines années sera égal à :

Années	1987	1988	1989
Montant 40 jours CA	12,22	18,22	27
Variation BFR	6,62	6	8,78

Les dividendes, versés avec un an de décalage sont égaux à :

Années	1987	1988	1989
Montant div. n – 1	1,4	2,375	2,755

2. La valeur résiduelle

La valeur résiduelle pourra être estimée à partir de la capitalisation des résultats de l'année 1989 avec une estimation du PER de sortie comprise entre 16 et 20.

Valeur résiduelle optimiste : 21 x 20 = 420
pessimiste : 21 x 16 = 336

3. Calcul du taux d'actualisation

La structure des capitaux permanents du groupe Altran est composée essentiellement de fonds propres. Aux dires des dirigeants, la croissance sera financée par autofinancement et par appel au marché des capitaux. il n'est pas envisagé, pour l'instant, d'émission d'obligations. La structure retenue sera égale à 100 % de fonds propres.