

Table des matières

Avant-propos.....	5
-------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

LA DYNAMIQUE D'UNE OPÉRATION DE FUSION ACQUISITION

Chapitre 1 – Introduction et dynamique stratégique d'une opération de fusion acquisition

1. Principaux éléments d'une transaction de fusion acquisition.....	11
2. Les caractéristiques stratégiques du rapprochement	17
2.1. Les différentes typologies de rapprochement.....	17
2.2. Les opérations dites offensives ou défensives.....	19
3. L'évaluation et l'analyse de la prime de contrôle et des différentes synergies	19
3.1. Synergies de coûts et synergies de revenus.....	19
3.2. Des synergies à la prime de contrôle.....	22
3.3. Analyse théorique des rapprochements.....	25

Chapitre 2 – Le marché des fusions acquisitions et ses intervenants

1. Le marché des fusions acquisitions.....	31
1.1. La domination américaine sur le marché des fusions acquisitions.....	31
1.2. La dynamique de cycle de marché et ses déterminants.....	33
1.3. Le marché des fusions acquisitions au sein de la zone euro.....	37
1.4. Le marché français des fusions acquisitions.....	39
2. Les intervenants internes : l'équipe projet.....	40
3. Les intervenants externes : les conseils.....	41
3.1. Les différents conseils.....	42
3.2. Les principaux conseils du marché du M&A en France.....	46

Chapitre 3 – Les grandes étapes d'une transaction

1. L'asymétrie d'information.....	51
2. Le déroulement d'une enchère	52
2.1. La décision de cession et la préparation	53
2.2. La commercialisation.....	53
2.3. La <i>due diligence</i>	56
2.4. Le <i>signing</i>	59
2.5. Le <i>closing</i>	61

3. La préparation de l'information.....	62
4. Enchère ou négociations privées	64
4.1. La théorie des enchères.....	64
4.2. La pratique des enchères.....	65
4.3. La négociation privée	67
4.4. Le <i>dual track</i>	68
Chapitre 4 – La phase de <i>due diligence</i>	
1. Le principe des <i>due diligences</i>	74
2. La <i>Vendor Due Diligence</i> (VDD).....	75
3. Les principales questions à se poser	77
3.1. Les <i>due diligences</i> stratégiques ou opérationnelles	77
3.2. Les <i>due diligences</i> financières	82
3.3. Les <i>due diligences</i> techniques	84
Chapitre 5 – Du <i>signing</i> au <i>closing</i>	
1. Du prix en valeur d'entreprise au prix en valeur des capitaux propres	95
1.1. Au <i>signing</i>	95
1.2. Au <i>closing</i>	96
2. Les principales sections d'un contrat d'acquisition.....	99
2.1. La garantie d'actif net et de passif.....	99
2.2. Le complément de prix	103
2.3. Les autres éléments.....	104
3. Aperçu des problèmes sociaux et concurrentiel	106
3.1. Les aspects sociaux.....	106
3.2. Les autorisations préalables.....	109
3.3. Le contrôle de la concurrence.....	110
Chapitre 6 – Les techniques de négociation	
1. Les deux grands types de négociation	119
2. Les concepts clés de la négociation.....	121
2.1. Le BATNA	121
2.2. Le prix de réserve et la ZOPA	122
2.3. La création de valeur par l'échange	123
2.4. Les autres éléments déterminants	123
3. La particularité des négociations de M&A.....	124
4. La préparation à la négociation	125
4.1. Les étapes de la négociation	125
4.2. Bâtir une équipe de négociation	126
4.3. Anticiper les problématiques de la négociation.....	127
4.4. Contrôler l'organisation de la négociation	128
5. Le contexte de la négociation	128
5.1. Le climat de la négociation.....	128
5.2. Les problèmes interculturels.....	129
5.3. Les problèmes de personnalité.....	130
5.4. Les problèmes d'autorité	131

6. Les techniques de négociation.....	132
6.1. L'écoute active.....	132
6.2. Bien ancrer les négociations	133
6.3. Gérer l'asymétrie d'information.....	133
6.4. Faire des concessions.....	134
6.5. La rupture.....	134

DEUXIÈME PARTIE

ÉVALUATION D'ENTREPRISES

Chapitre 7 – Déchiffrer la comptabilité en partie trouble

1. Le périmètre et les méthodes de consolidation.....	140
1.1. Les deux différentes méthodes de consolidation	141
1.2. Les notions de contrôle, d'intérêt et le choix stratégique des méthodes de consolidation	145
2. Les actifs incorporels et le <i>goodwill</i>	148
2.1. Le traitement comptable d'une acquisition.....	148
2.2. L'allocation du prix d'acquisition	149
2.3. Le test de dépréciation et le recours aux unités génératrices de trésorerie ..	150
3. La reconnaissance du revenu.....	151
4. Actifs non courants détenus en vue de la vente.....	153
5. Les impositions différées.....	155
6. Les différents types d'engagements hors bilan	157
7. Provisions pour risques et charges et passifs sociaux	159

Chapitre 8 – Analyser les performances financières de l'entreprise

1. Les principaux soldes intermédiaires de gestion	165
2. L'évolution de l'activité	169
3. L'évolution des marges d'exploitation.....	173

Chapitre 9 – Comprendre l'actif économique

1. Le calcul de l'actif économique	179
2. L'analyse dynamique de l'actif économique.....	182
3. Le financement de l'actif économique	183
4. Le calcul et l'analyse de la rentabilité de l'actif économique	187

Chapitre 10 – L'importance du plan d'affaires

1. Qui, comment et pourquoi ?	191
2. Quelles sont les principales options stratégiques sous-jacentes au plan d'affaires ?	193
3. La traduction financière et l'importance de la rentabilité économique anticipée	194
4. Quel scénario alternatif ?.....	198

Chapitre 11 – Les fondements de la valeur d’une entreprise

1. Les déterminants de la valeur d’entreprise 203
2. Le coût moyen pondéré du capital..... 205
3. La création de valeur 206
4. Présentation des grandes méthodes d’évaluation d’entreprise 209

Chapitre 12 – La méthode patrimoniale

1. Les principes de la méthode patrimoniale 213
2. La « *sum of the parts* » ou l’approche par parties 216
3. Les avantages et les inconvénients de la méthode patrimoniale 218

Chapitre 13 – L’approche analogique ou méthode des multiples

1. Les principes de la méthode analogique..... 221
2. Les multiples boursiers en pratique 225
 - 2.1. Les multiples de la valeur d’entreprise ou multiples boursiers 226
 - 2.2. Les multiples de capitaux propres 229
 - 2.3. Le PEG ou multiple relatif à la croissance de l’activité 231
 - 2.4. Les multiples en pratique..... 232
 - 2.5. Les avantages et les inconvénients des multiples boursiers 235
3. Les multiples de transaction 235
 - 3.1. La méthode des multiples de transaction 235
 - 3.2. Les avantages et les inconvénients des multiples de transaction..... 237

Chapitre 14 – L’approche intrinsèque ou méthode des DCF

1. Principe de la méthode des *DCF* ou méthode des flux 241
2. Définir les flux de trésorerie et choisir un horizon explicite 243
 - 2.1. Quel flux choisir ? 244
 - 2.2. Quel doit être l’horizon explicite de prévision des flux ? 246
3. L’estimation de la valeur finale..... 247
 - 3.1. Choisir une valeur finale explicite..... 247
 - 3.2. La valeur finale implicite..... 249
 - 3.3. Le lien entre croissance et rentabilité économique dans la valeur finale 252
4. Le calcul du taux d’actualisation 254
 - 4.1. Le choix de la pondération 255
 - 4.2. Le MEDAF et l’évaluation du coût des capitaux propres 257
 - 4.3. Le bêta des capitaux propres (β_{CP}) en pratique..... 260
 - 4.4. La prime de risque ($R_m - R_f$) 263
 - 4.5. L’évaluation DCF dans une devise étrangère 265
 - 4.6. La prime de taille et de liquidité 266
 - 4.7. L’estimation du coût de la dette..... 267
 - 4.8. Exemple : calcul du WACC de Cible SA 269

Chapitre 15 – Comprendre les écarts de valorisation : les décotes et les options réelles

1. Comprendre les écarts de résultat entre les méthodes d’évaluation 275

1.1. Premier cas : j'y crois !.....	278
1.2. Deuxième cas : champagne !.....	278
1.3. Troisième cas : la bulle.com.....	279
1.4. Quatrième cas : risques et opportunités.....	280
1.5. Cinquième cas : problème boursier.....	280
2. Des décotes.....	281
2.1. La décote de minoritaire.....	281
2.2. La décote d'illiquidité.....	283
2.3. La décote de taille.....	283
2.4. La décote de conglomerat et la décote de holding.....	283
2.5. Les autres décotes et primes.....	284
3. La magie des options réelles ou comment le risque peut créer de la valeur.....	284
4. Conclusion : de la valeur d'entreprise au prix en valeur d'entreprise.....	290

TROISIÈME PARTIE INGÉNIERIE FINANCIÈRE

Chapitre 16 – Les différentes formes de rapprochement

1. Paiement en cash ou en titres, il faut choisir.....	299
1.1. Principes du paiement en cash.....	299
1.2. Le paiement en titres.....	305
1.3. Le deal mixte.....	311
2. Deux variantes.....	312
2.1. La variante de la fusion absorption.....	312
2.2. La cession d'actifs et l'apport d'actifs.....	316

Chapitre 17 – La prise de contrôle d'une société cotée : les offres publiques

1. Rappel des caractéristiques du marché boursier français.....	324
1.1. Un marché réglementé et décentralisé.....	324
1.2. L'Autorité des marchés financiers (AMF).....	325
1.3. Publicité des franchissements de seuils.....	326
1.4. Les pactes d'actionnaires et la délicate notion d'action de concert.....	327
1.5. La préparation d'une offre publique.....	329
1.6. Les grands principes d'une offre publique et le rôle de l'AMF.....	330
2. Les différents types d'offres.....	333
2.1. Offre obligatoire et offre volontaire.....	333
2.2. Les différentes modalités proposées à l'actionnaire.....	335
2.3. Le niveau de prime et la réaction du marché.....	338
2.4. Offre normale et offre simplifiée.....	342
2.5. Le cas des offres non sollicitées.....	344
2.6. De quels moyens de défense dispose la cible d'une offre non sollicitée ?..	347
3. Les techniques d'ingénierie boursière.....	350
3.1. La cotation par voie indirecte.....	350
3.2. Le Private Investment in Public Equity (PIPE).....	352

Chapitre 18 – Le cas des alliances capitalistiques et des rapprochements transnationaux

1. Les <i>joint-ventures</i> et alliances capitalistiques	357
1.1. Principe	357
1.2. Les alliances avec échange de participations : Suez et Caltagirone	359
1.3. L'alliance avec joint-venture sur une géographie donnée : Auchan-Ruentex	360
1.4. Le cas particulier de Renault-Nissan	363
2. Les rapprochements transnationaux	364
2.1. Le statut de Société Européenne.....	365
2.2. Regrouper en laissant des garanties : le rapprochement d'Air France et KLM	366
2.3. Les offres publiques d'échange européennes	369
2.4. La double offre publique avec des entités non européennes : l'exemple TechnipFMC.....	370

Chapitre 19 – Gouvernance, fonds activistes et scissions

1. Les principales caractéristiques des pactes d'actionnaires dans les opérations de fusions acquisitions	373
1.1. Rappel des droits d'un actionnaire : « les actionnaires naissent libres et égaux en droits... »	373
1.2. Le pacte d'actionnaires	374
1.2.1. Les droits politiques	375
1.2.2. Les droits financiers	376
1.3. La gouvernance comme un combat : les fonds et investisseurs activistes ..	378
2. Les scissions	379
2.1. La cession par distribution boursière : <i>spin off</i> et <i>split off</i>	379
2.2. La scission juridique	381
2.3. Le <i>carve out</i>	383

Chapitre 20 – Le dilemme contrôle/croissance : le cas des groupes familiaux

1. Rappel des caractéristiques des sociétés familiales	389
1.1. La gestion des attentes du groupe familial	391
1.2. La pression fiscale	393
2. Le dilemme contrôle versus croissance	393
2.1. La séparation juridique du contrôle en capital et en droits de vote	395
2.2. Holding de contrôle et holding d'usufruit	396
2.3. Faire entrer des investisseurs financiers dans les groupes familiaux	399

Chapitre 21 – LBO et restructurations

1. Le principe du LBO	408
1.1. Le levier financier.....	409
1.2. Le levier fiscal	410
1.3. Le levier juridique.....	411
1.4. Le levier managérial	411
2. Le marché du LBO	412

3. Le montage d'une opération de LBO	416
3.1. La cible	416
3.2. Le ou les fonds d'investissement.....	416
3.3. Les pourvoyeurs de financement.....	422
3.4. Le management.....	429
3.5. Un exemple chiffré.....	431
4. Les spécificités d'une opération de LBO	433
5. Les restructurations financières.....	434
Étude de cas : les Laboratoires Pino	442
Les 30 questions à connaître pour rentrer dans la banque d'affaire.....	465
Index.....	468
Table des matières.....	473