



Thème 05

Fusions et Acquisitions

Lecture :
Fundamentals Of Corporate Finance
Chapitre 23
(Sauf 23.5)

Introduction



“As you know we've made a lot of acquisitions lately, and the last one we made seems to have resulted in us buying ourselves.”

Source: Mergers, Acquisitions, and other restructuring activities, DePamphilis, 8th edition, 2015

Introduction

- Il n'y a pas de sujet plus médiatisé que les fusions et acquisitions en finance
- Facebook stupéfie la communauté des investisseurs en achetant Whatsapp pour 21 Mds \$.
- Verizon Communications achète la part de son partenaire Vodafone dans Verizon Wireless pour 130 Mds \$.
- Comment expliquer ces décisions et les sommes parfois astronomiques qu'elles impliquent?

Introduction

- La fusion ou l'acquisition est souvent la solution pour maintenir ses objectifs de croissance, pénétrer des marchés étrangers, survivre, concurrencer, consolider une industrie, diminuer la concurrence...et bien d'autres raisons encore
- Comment savoir si le couple vaudra plus que la somme de ses parties?
- Mais est-on sûr que l'acquisition va bien accroître la richesse des actionnaires?

Fusions et Acquisitions

- Les formes légales d'acquisition
- L'impôt et les acquisitions
- La comptabilité de l'acquisition : le miracle du Goodwill
- Synergies
- Les coûts de l'acquisition
- Tactiques de défense
- Résultats empiriques
- Cessions et restructurations

Problèmes spéciaux

- Les bénéfices dépendent de considérations stratégiques difficiles à estimer ex-ante
- Il peut y avoir des considérations fiscales, comptables et légales importantes lorsqu'une entreprise en acquiert une autre
- L'acquisition est loin d'être neutre pour l'actionnaire: lorsqu'il donne son accord, il consent à laisser son capital dans les mains d'un nouveau management
- Les acquisitions peuvent également être hostiles et déclencher des défenses financières plus ou moins complexes, et parfois de véritables « westerns financiers »
- Bienvenue dans le monde très particulier des fusions et acquisitions!

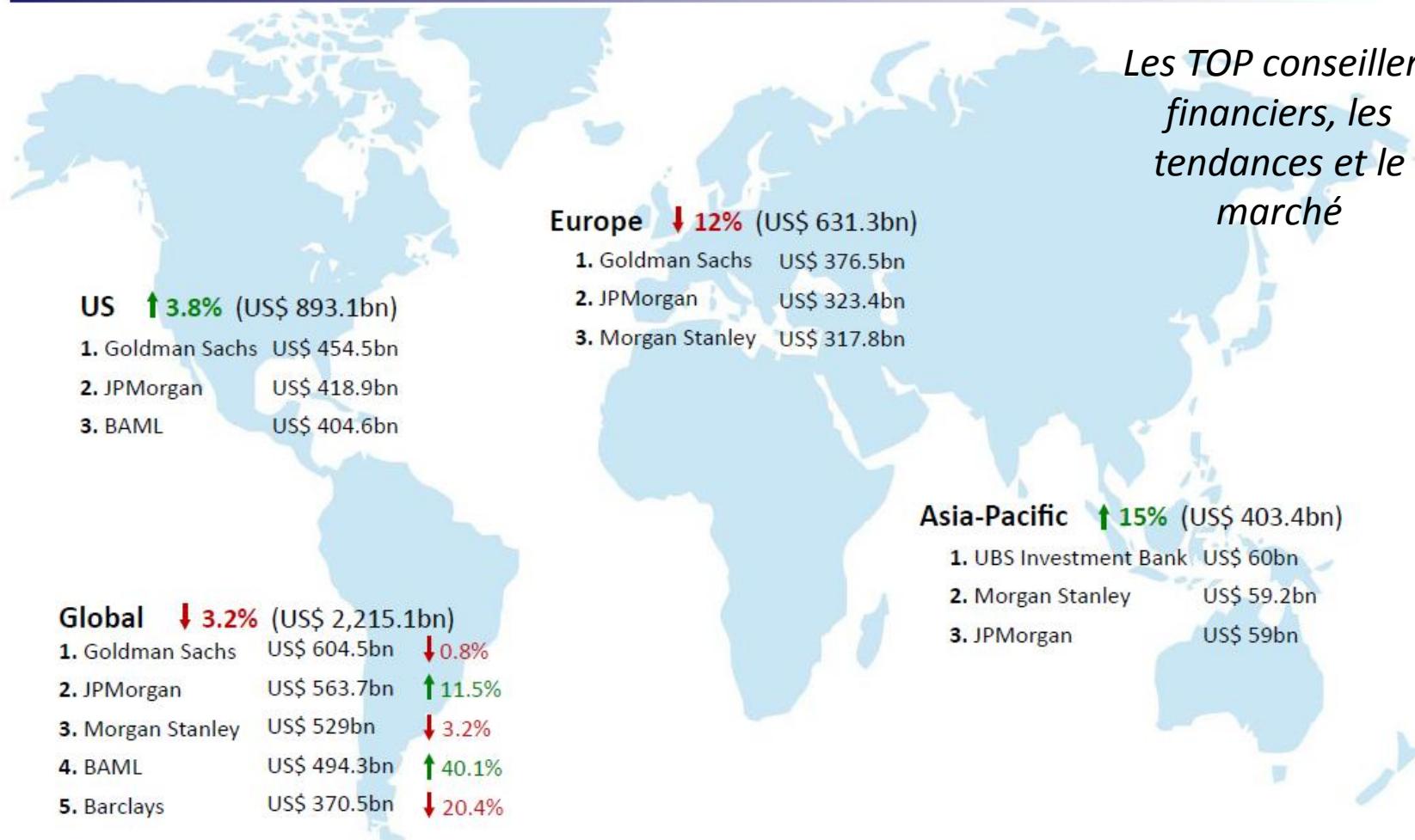
Les chiffres et le marché

Mergermarket.2013.FinancialAdvisorM&ATrendReport -> à regarder absolument pour satisfaire votre curiosité

Global: Regional league table analysis



Les TOP conseillers financiers, les tendances et le marché



Source: Mergermarket M& A Trend Report 2013, <http://www.mergermarket.com/pdf/Mergermarket.2013.FinancialAdvisorM&ATrendReport.pdf>

Quelques chiffres et tendances

Top deals

| Deal value (US\$b) | Ann. date | Bidder company | Bidder country | Target company | Target country | Target sector | Seller company |
|--------------------|-----------|-------------------------------------|---------------------|------------------------|---------------------|---|----------------|
| 45.9 | 03-Feb | China National Chemical Corporation | China | Syngenta AG | Switzerland |  | |
| 35.2 | 11-Jan | Shire Plc | Republic of Ireland | Baxalta Inc | USA |  | |
| 29.9 | 28-Apr | Abbott Laboratories | USA | St Jude Medical Inc | USA |  | |
| 25.5 | 13-Jun | Microsoft Corporation | USA | LinkedIn Corporation | USA |  | |
| 16.2 | 25-Jan | Johnson Controls Inc | USA | Tyco International plc | Republic of Ireland |  | |

Sector key:  Industrials & Chemicals  Pharma, Medical, Biotech  Business Services  C&S

League table by value

| Rank | Company name | H1 2016 | | H1 2015 | | Regional ranking comparison | | | | | | | |
|------|-------------------------------|---------|---------|---------------|------------|-----------------------------|----------------|--------|----|--------------|-------|----------------------|-----|
| | | H1 2016 | H1 2015 | Value (US\$b) | Deal Count | Value (US\$b) | % Value change | Europe | US | Asia-Pacific | Japan | Africa & Middle East | C&S |
| 1 | Goldman Sachs | 424.4 | 123 | 618.8 | -31.4% | 1 | 1 | 1 | - | 6 | 13 | | |
| 2 | Morgan Stanley | 258.8 | 121 | 442.0 | -41.4% | 2 | 2 | 8 | 1 | 17 | 2 | | |
| 3 | JPMorgan | 204.4 | 102 | 415.9 | -50.8% | 4 | 7 | 6 | 6 | 3 | 16 | | |
| 4 | Bank of America Merrill Lynch | 202.4 | 79 | 420.2 | -51.8% | 8 | 3 | 13 | 4 | 20 | - | | |
| 5 | Citi | 176.0 | 82 | 332.9 | -37.1% | 6 | 4 | 12 | 14 | 5 | 7 | | |
| 6 | Barclays | 167.1 | 80 | 169.2 | -1.2% | 10 | 5 | 32 | 16 | 55 | 11 | | |
| 7 | Deutsche Bank | 148.8 | 63 | 207.7 | -28.4% | 3 | 8 | 20 | 11 | 24 | 12 | | |
| 8 | Credit Suisse | 146.2 | 89 | 278.5 | -37.5% | 5 | 13 | 3 | 10 | 10 | 1 | | |
| 9 | UBS Investment Bank | 138.0 | 71 | 86.9 | 58.9% | 7 | 14 | 4 | 18 | 13 | 6 | | |
| 10 | Evercore Partners | 124.1 | 64 | 87.9 | 41.3% | 13 | 6 | 134 | 26 | 14 | 19 | | |
| 11 | Lazard | 116.6 | 102 | 296.5 | -60.7% | 9 | 9 | 17 | 7 | 4 | 10 | | |
| 12 | China International Capital | 102.6 | 25 | 7.5 | 1260.0% | 16 | 19 | 2 | 12 | - | - | | |
| 13 | RBC Capital Markets | 84.2 | 68 | 58.5 | 43.8% | 21 | 10 | 56 | - | 15 | 43 | | |
| 14 | HSBC | 83.3 | 21 | 118.8 | -29.9% | 11 | 43 | 7 | 35 | 81 | - | | |
| 15 | Rothschild | 78.8 | 122 | 168.1 | -53.2% | 12 | 20 | 27 | 13 | 2 | 4 | | |
| 16 | CITIC Securities | 75.0 | 14 | 23.6 | 217.9% | 14 | 173 | 5 | 21 | - | - | | |
| 17 | Wells Fargo Securities | 52.8 | 30 | 12.1 | 337.5% | 100 | 11 | 121 | 15 | - | - | | |
| 18 | N+1 | 50.2 | 32 | 1.6 | 3096.1% | 15 | 245 | 9 | 57 | - | 33 | | |
| 19 | Guggenheim Partners | 47.5 | 8 | 116.4 | -59.2% | 129 | 12 | - | - | - | - | | |
| 20 | CCB International | 46.2 | 3 | - | 271,635% | 17 | 132 | 10 | - | - | - | | |

Source: Merger market Trend Report H2016

<http://www.mergermarket.com/info/research/ma-global-trend-report-h1-press-release>

Les formes légales

- **Trois procédures légales** pour prendre le contrôle d'une autre entreprise:
 - La fusion ou consolidation
 - L'acquisition d'actions
 - L'acquisition des actifs
- Au moins deux entreprises
 - **L'acquéreur** : celui qui fait **la proposition d'acheter** une autre entreprise, proposition que la cible acceptera éventuellement
 - **La cible** : l'entreprise qui reçoit l'offre et éventuellement l'accepte

Les formes légales

- **La fusion**
 - Une entreprise est entièrement acquise par une autre
 - L'ensemble des actifs et passifs
 - Le nom de l'acquéreur reste, l'autre firme disparaît
 - **Avantage** : procédure légale très simple
 - **Désavantage** : les actionnaires des deux entreprises doivent accepter l'acquisition et le prix par vote au cours d'une assemblée exceptionnelle. La proportion de passage du vote doit avoir été choisie dans les textes de l'entreprise (mesure de défense)
- **La consolidation**
 - Une nouvelle entreprise avec un nouveau nom est créée à partir de l'acquéreur et de la cible

Les formes légales

- **L'acquisition par achat d'actions**
 - La cible peut être achetée via l'acquisition de ses actions.
 - Paiement d'une prime qui varie fortement dans le temps et en fonction de l'industrie: en moyenne 43% de 1981 à 2011 selon Madura et al.(2012), avec un minimum de 31% en 2007 et un maximum de 63% en 2003.
 - **Tender offer** : l'offre fait l'objet d'une annonce publique indiquant le prix offert et le courtier à joindre
 - **Circular bid** : l'offre est faite aux actionnaires actuels par courriel
 - **Via la place boursière** : l'offre est communiquée via la place boursière où le titre est transigé
 - **Avantages** : pas de vote nécessaire, l'actionnaire est contacté sans l'intermédiaire du management de la cible. Très utile lorsque le conseil d'administration de la cible est contre l'acquisition. Celle-ci devient alors une acquisition hostile.
 - **Inconvénient**: Toutes les actions doivent être achetées dans le cas d'une fusion. Ceci peut entraîner certains délais et une incertitude quant au coût total de l'opération

Les formes légales

- **L'acquisition par achat d'actions**
 - Elle peut se faire en cash ou par échange d'actions
 - Les tender offers sont souvent le résultat de négociations entre les deux conseils d'administration (acquisitions amicales). L'intégration de la cible est en général facilitée, et la perte de clients ou d'employés clés moindres.
 - Offre hostile: non sollicitée, rejetée par le conseil d'administration de la cible.
 - Immense majorité des offres sont amicales (environ 95% des cas)

Les formes légales

- **L'acquisition par achat d'actifs**
 - Une entreprise peut en acheter une autre en achetant tous ses actifs
 - **Avantages** : la cible ne change pas forcément de nom tant qu'elle n'est pas dissoute
 - **Désavantages** : Les actionnaires de la cible doivent accepter l'acquisition par un vote formel. Par contre le processus de transfert d'actifs peut être long et couteux en procédures légales

Les formes légales

- Les acquisitions peuvent être:
 - **horizontales** (même industrie)
 - **verticales** (différentes positions sur la chaîne de valeur).
Ex: Pepsi achetant deux de ses fabricants de cannettes pour économiser 400m\$ par an
Fabricants automobiles jusqu'au milieu des années 2000
 - **diversifiantes** (conglomérats) : des entreprises qui sont présentes dans différents secteurs d'activités
- Selon Gugler et al (2003): entre 1981 et 1998, 42% des fusions étaient horizontales, 54% conglomérales et 4% verticales.

Les formes légales

- **Les formes de Takeover ou prise de contrôle**
 - **Acquisition** : fusion ou consolidation, acquisition d'actions, acquisition d'actifs
 - **Proxy contest** : Un groupe d'actionnaires ou d'investisseurs essaye de prendre le contrôle du conseil d'administration en tentant de placer des administrateurs sympathisants
 - **Going-Private** : une entreprise privée ou un groupe d'investisseurs achète les actions publiques d'une entreprise afin de la rendre privée

Les formes légales

- **Les formes de Take-over ou prises de contrôle**
 - **Leverage Buyouts LBO, ou acquisition avec levier financier:** un groupe d'investisseurs achète une entreprise avec un très fort pourcentage de dette. Lorsque celui-ci a le contrôle de la société, la loi autorise les propriétaires à transférer cette dette personnelle à la société qu'ils viennent d'acquérir. Cela ne peut se faire facilement sans l'aide de créanciers importants.
 - **Reverse takeover :** l'achat d'une compagnie publique par les actionnaires d'une société privée. Mais dans ce cas, la société publique conserve son existence et la privée est absorbée. Le but pour l'entreprise privée est d'éviter le long et coûteux processus d'une IPO. Très souvent, la compagnie publique est en mauvaise santé financière et devient de ce fait une cible intéressante. Ce qui peut être un désavantage, car son nom reste!
 - Peut se faire également en contre-attaque d'une offre hostile

Les formes légales

- **Alternatives à l'acquisition**
 - **L'alliance stratégique** : Accord entre deux ou plusieurs entreprises dans la poursuite d'un même but
 - **Joint venture** : Accord entre deux ou plusieurs entreprises pour créer une autre entreprise séparée cogérée dans la poursuite d'un même but. Cette solution est très courante lorsque l'on désire s'implanter à l'étranger. Une des deux entreprises est alors une entreprise locale qui fait profiter l'autre de son expertise du marché.

L'impôt et les acquisitions

- **Acquisition imposable**

- Si les actionnaires de la cible vendent leurs actions, cette transaction fera l'objet d'une imposition sur le gain en capital s'il existe
- L'évaluation des actifs de la cible doit être accompagnée d'une écriture dans les livres comptables de leur valeur marchande payée versus l'ancienne valeur au livre. La correction affecte l'amortissement, qui n'est pas une dépense, mais est déductible.
 - Comme le prix offert pour la cible fait souvent l'objet d'une prime au-delà de la valeur marchande, lors de transactions en argent, ces deux cas arrivent souvent

L'impôt et les acquisitions

- **Acquisition non imposable**
 - Lorsque l'acquisition se fait par échange d'actions, aucun argent n'est échangé et donc aucun gain en capital n'est réalisé
 - La condition est que les actionnaires de la cible doivent recevoir un titre de propriété de l'acquéreur de la même valeur que le titre de la cible qu'ils détenaient précédemment

La comptabilité de l'acquisition : le miracle du Goodwill

- **La méthode de comptabilisation**

- Les actifs doivent être acquis et écrits dans les livres à leur juste valeur marchande et non pas à leur valeur comptable ou coût historique amorti
- Une ligne de Goodwill est ainsi créée
 - Le goodwill est simplement l'écart d'acquisition entre l'ancienne valeur comptable et la nouvelle valeur marchande
 - Il peut être amorti sur 15 ans
 - Le goodwill doit être réévalué tous les ans
 - Si on considère qu'une prime au-delà de la valeur marchande est payée, le goodwill est souvent considéré comme tel : la prime payée
- Les fonds propres de la cible disparaissent

La comptabilité de l'acquisition : le miracle du Goodwill

• La méthode de comptabilisation

Accounting for acquisitions: Purchase (in \$ millions)

Entreprise A et B avant acquisition

| | Firm A | | | | Firm B | | |
|-----------------|--------|--------|------|--|-----------------|------|--------|
| Working capital | \$ 4 | Equity | \$20 | | Working capital | \$2 | Equity |
| Fixed assets | 16 | | | | Fixed assets | 8 | |
| Total | \$20 | | \$20 | | Total | \$10 | \$10 |

La juste valeur marchande des actifs de B sont évalués à 14M\$, avec 2M\$ de fonds de roulement, B vaut 16M\$
l'entreprise A paye 18M\$ avec un financement par dette, soit une prime de 2M\$

Entreprise AB après acquisition

| | Firm AB | | |
|-----------------|---------|--------|------|
| Working capital | \$ 6 | Debt | \$18 |
| Fixed assets | 30 | Equity | 20 |
| Goodwill | 2 | | |
| Total | \$38 | | \$38 |

La comptabilité de l'acquisition : le miracle du Goodwill

- **Le miracle du Goodwill**
 - **La valeur marchande d'une entreprise est égale à la valeur actualisée des flux monétaires futurs de cette entreprise**
 - Si vous payez une prime au delà de cette valeur actualisée, il faut alors considérer que l'acquéreur vient de réaliser un projet à VAN négative, donc une perte
 - Une manière de ne pas réaliser cette perte l'année de l'acquisition est donc d'inscrire cet écart de valeur dans les actifs : *le miracle de la comptabilité*

Synergies

- **La valeur de l'acquisition**

- Dans la plupart des pays industrialisés, la loi requiert que les actionnaires de la cible reçoivent la juste valeur de leur actions lors de la vente
- Dans les faits, ils reçoivent même plus : La prime varie de 15% à 45% en fonction des perspectives économiques
- La vrai question est : Pourquoi l'acquéreur paye plus?
- La vrai raison, c'est aussi l'existence de **synergies** au milieu des considérations stratégiques

Synergies

- **Définition :**
 - Le gain net de valeur ajoutée à la somme des valeurs des deux entités lors d'une fusion ou une acquisition
 - Dit autrement : L'ensemble devrait valoir plus que la simple somme des deux parties
- **Deux catégories de synergies principales**
 - Augmentation des gains : revenu, efficience ou productivité
 - Réduction des coûts

Synergies

| Logistique interne | Production | Logistique externe | Commercialisation et vente | Services | Ventes |
|---|---|---|---|--|--|
| Manutention Entreposage Transport Administration | Transformation Assemblage Essais Emballage | Manutention Entreposage Transport Administration | Force de vente Publicité Promotion Administration | Installation Formation Service après-vente Pièces de rechange | <ul style="list-style-type: none"> – Dépenses d'exploitation |
| Stocks de matières premières Comptes fournisseurs | Stocks de produits en cours Comptes fournisseurs | Stocks de produits finis | Compte clients | Stocks de pièces de rechange Comptes clients (service après-vente) | <ul style="list-style-type: none"> Bénéfice d'exploitation – Impôts d'exploitation |
| Entrepôt Parc de camions Équipement | Installation Équipement | Entrepôt Parc de camions Équipement | Installation de distribution Autos des vendeurs Ordinateurs et autres Équipements de soutien | Installation de service après-vente Parcs de camions Équipement de service après-vente | <ul style="list-style-type: none"> – Variation du fonds de roulement net |
| | | | | | <ul style="list-style-type: none"> – Investissement net |
| | | | | | <p>Flux monétaires libérés</p> |

Synergies

- **Augmentation des revenus:**
 - **Marketing :**
 - Optimisation du réseau de distribution
 - Marketing croisé
 - **Stratégique :**
 - Renforcement de la flexibilité du management
 - Construction de têtes de ponts dans un secteur ou un marché
 - **Pouvoir de marché & gain monopolistique**
 - position concurrentielle renforcée : Dans un marché concurrentiel, l'érosion des marges pousse les concurrents à vouloir consolider leur position et retrouver un certain niveau de profits et un contrôle de leur politique de prix
 - L'objectif est de retrouver des parts intéressantes et un certain pouvoir de négociation avec les parties impliquées

Synergies

- **Réduction des coûts**
 - Économies d'échelle
 - Possibilité de produire de plus importante quantités et réduire ainsi le coût unitaire moyen
 - Amélioration de la productivité des actifs, répartition des coûts fixes...
 - Cette raison d'acquérir est commune dans les industries où les coûts fixes et R&D sont importants
 - Économie de gamme
 - Combinaison de réduction de coût marketing et vente
 - Frais et coûts directs

Synergies

- **Réduction des coûts**

- Intégration verticale

- Survient lorsque l'acquisition implique deux entreprises produisant des biens à différents niveaux de la chaîne de valeur d'une même industrie
 - Le but est de réduire le risque
 - Coordination et efficience de la chaîne de valeur
 - Contrôle des marges si un fournisseur ou un membre de la chaîne de distribution devient trop puissant
 - Acquérir des ressources complémentaires certaines à moindre coût qu'un développement interne hasardeux
 - À l'inverse on vendra un maillon de la chaîne sans risque ni valeur ajoutée

Synergies

- **Réduction des coûts**
 - Gains fiscaux
 - Utilisation du report de perte
 - Utilisation d'un levier inexploité
 - Utilisation d'un surplus de financement
 - La modification de la valeur au livre des actifs
 - Les pertes d'opérations
 - **Remarque** : la loi de l'impôt canadienne et l'IRS US interdisent l'acquisition dans le seul but de sauver de l'impôt. Celle-ci peut donc être annulée

Synergies

- **Réduction des coûts – autres possibilités**
 - Optimisation du fonds de roulement
 - La rationalisation des opérations des deux entités peut réduire les besoins en FDR
 - Réduction des actifs superflus
 - Acquisition d'expertises
 - Dans les industries où l'expertise est un avantage concurrentiel, une veille permanente des compétences est obligatoire pour survivre, et il est plus efficient d'acheter le talent
 - Optimisation du management
 - Certaines directions peuvent penser que sous leur contrôle, la cible fonctionnera de manière plus rigoureuse
 - Ultimement, les actionnaires des deux compagnies votent!

Synergies

- **Pouvoir de marché et loi anti-concurrence**
 - Plus de 120 pays dans le monde possèdent une loi anti-concurrence dans le but de protéger le consommateur final
 - Le Canada (1889) et les États-Unis (1890) furent les premiers
 - En droit international, les accords de libre échange régionaux dominent et aucun accord mondial n'existe, même s'il semble que l'OCDE et l'OMC aient des projets

Synergies

- **Loi sur la concurrence Canadienne**
 - L.R.C (1985), ch. C-34
- *La présente loi a pour objet de préserver et de favoriser la concurrence au Canada dans le but de stimuler l'adaptabilité et l'efficience de l'économie canadienne, d'améliorer les chances de participation canadienne aux marchés mondiaux tout en tenant simultanément compte du rôle de la concurrence étrangère au Canada, d'assurer à la petite et à la moyenne entreprise une chance honnête de participer à l'économie canadienne, de même que dans le but d'assurer aux consommateurs des prix compétitifs et un choix dans les produits. L.R. (1985), ch. 19 (2^e suppl.), art. 19.*
 - <http://lois-laws.justice.gc.ca/fra/lois/c-34/>

Synergies

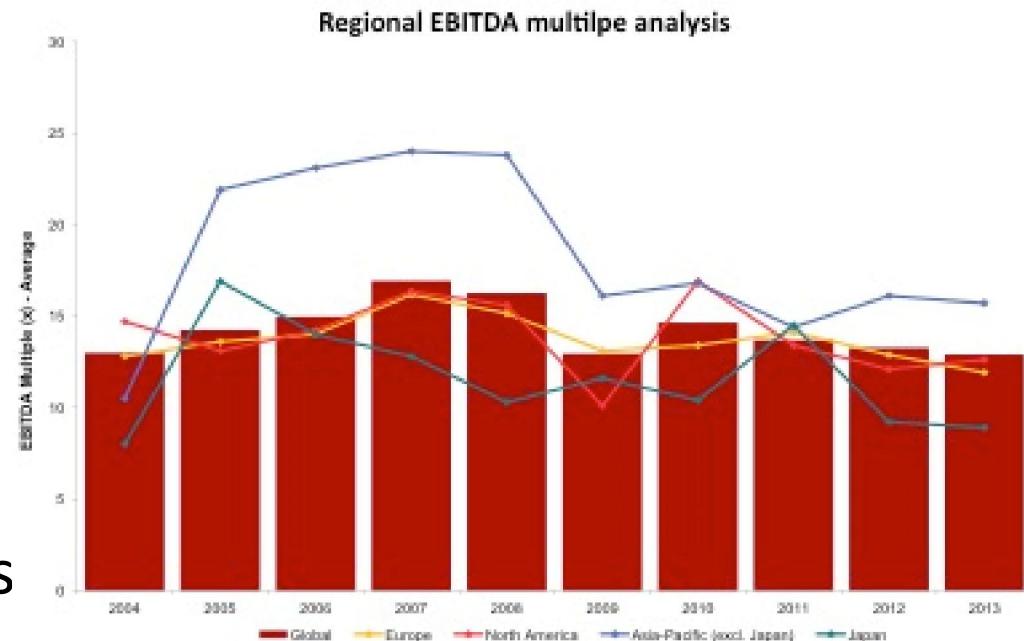
- **Accord Canada-US**
 - Article III
- 1.(a) Les Parties reconnaissent qu'il est dans leur intérêt commun de coopérer au dépistage des agissements anticoncurrentiels et à la mise en application de leurs lois sur la concurrence dans la mesure où leurs lois et leurs intérêts importants respectifs le leur permettent, et dans les limites des ressources dont elles peuvent raisonnablement disposer.
 - <http://www.bureau dela concurrence.gc.ca/eic/site/cb-bc.nsf/fra/01592.html>
- **US – Federal Trade Commission**
 - The Sherman act, 1890, première loi anti-trust
 - <http://www.ftc.gov/tips-advice/competition-guidance/guide-antitrust-laws/antitrust-laws>

L'autre côté des synergies

- **Évaluation de l'acquisition**
 - Pas de valeur comptable, la juste valeur marchande est seule valide
 - Estimer correctement les futures flux monétaires de la nouvelle entité : le prix payé sera le prix de la cible avant l'annonce de l'acquisition auquel on ajoute les synergies
 - Utiliser le bon taux d'actualisation, donc une bonne évaluation du risque
 - Considérer les coûts de transactions qui peuvent vite devenir substantiels
 - Procéder à la Due Diligence de manière diligente

L'autre côté des synergies

- **Évaluation de l'acquisition**
 - Le contexte macro-économique influence la prime payée, il faut donc en tenir compte et comparer celle que l'on offrira avec les plus récentes acquisitions : le marché utilise le multiple de l'EBITDA



Source: Mergermarket M&A Trend Report 2013,
<http://www.mergermarket.com/pdf/Mergermarket.2013.FinancialAdvisorM&ATrendReport.pdf>

L'autre côté des synergies

- Objectifs:
 - Valider les hypothèses de la valorisation préliminaire (croissance, coûts, productivité...)
 - Eviter des procédures judiciaires ultérieures en permettant à l'acquéreur d'identifier des sources de litiges et d'ajuster le prix. Exemple de HP prétendant avoir surpayé le fabricant de logiciels Autonomy en octobre 2011: 5.5 Mds\$ de provisions (prix d'achat de 11Mds)
 - Valider la structuration de l'opération (clauses de garanties/passif)
 - Procédure coûteuse et très intrusive qui sollicite beaucoup de temps et d'attention des dirigeants. L'acheteur veut en général davantage de temps que le vendeur.
 - Trois aspects dans la due diligence:
 - **Examen opérationnel et stratégique:** questions sur l'équipe dirigeante de la cible, les équipes de vente, l'organisation.
 - **Examen financier** s'intéresse à la qualité, la complétude et la ponctualité de l'information financière (une information de qualité n'est pas sujette à de fréquents ajustements...). Confirme la matérialité des synergies anticipées.
 - **Examen légal:** regarder les passé, les contrats salariaux, les plaintes et recours des clients

L'autre côté des synergies

- **Diversification**
 - La diversification en soi n'est pas une bonne raison pour une fusion pour une entreprise traditionnelle
 - La raison est qu'un actionnaire peut diversifier son portefeuille par lui-même moins cher car il ne payera pas de prime!
 - De plus, la richesse des actionnaires initiaux de l'acquéreur baissera du fait de la prime payée et du partage des fonds avec les nouveaux créanciers qui auront aidé à financer le deal

Les coûts de l'acquisition

- **Important : L'acquisition d'un actif**
 - « **Le prix d'un actif financier est la valeur actualisée de ses flux monétaires futurs** »
 - « **Donc, si on paye ce prix, la VAN de l'achat d'un actif financier est nulle** »
 - Dans une fusion ou une acquisition, le prix payé dépasse la valeur actualisée de ses flux monétaires futurs, dès lors, la VAN sera négative

Les coûts de l'acquisition

- **Cas I : l'acquisition en cash**

- Avec

- V_A = Valeur de l'acquéreur
- V_C = Valeur de la cible
- S: Synergies

- la VAN est donc :

$$VAN = V_C + S - \text{le coût en cash}$$

- La Valeur de l'entité combiné V_{AC} :

$$V = V_A + V_B + S - \text{le coût en cash}$$

- **Remarque** : si le coût excède la valeur, l'entité vaut moins que la somme des deux et les actionnaires de la cible emportent la prime, ce sont eux les grands gagnants

Les coûts de l'acquisition

- **Cas II : l'acquisition en actions**

Cette partie vient du livre de Berk and Demarzo, Corporate Finance, 3rd edition, Pearson, 2014

- **Le ratio d'échange**

- Le nombre d'actions de l'acheteur reçues en échange de chaque action de la cible
- Une prise de contrôle par échange d'actions est un investissement à VAN positive pour les actionnaires de l'acquéreur si le prix des actions des firmes fusionnées dépasse le prix pré-fusion des actions de l'acquéreur
- Dans un échange d'actions, l'acquéreur émet de nouvelles actions qu'il donne aux actionnaires de la cible

Les coûts de l'acquisition

• Cas II : l'acquisition en actions

Supposons

V_A = la valeur de l'acquéreur avant la fusion

V_C = la valeur de la cible avant la fusion

S = la valeur des synergies suite à la fusion

N_A = Nombre d'actions de l'acquéreur avant la fusion

N_C = Nombre d'actions de la cible avant la fusion

x = nombre de nouvelles actions émises pour payer l'échange

En isolant « x » on obtient

On peut exprimer cette relation en terme de ratio d'échange en divisant par le nombre d'actions de la cible avant fusion « N_C »

Si on pose $P_C = V_C/N_C$ et $P_A = V_A/N_A$

On peut alors réécrire de la façon suivante



$$\frac{V_A + V_C + S}{N_A + x} > \frac{V_A}{N_A}$$

$$x < \left(\frac{V_C + S}{V_A} \right) N_A$$

$$\text{Ratio d'échange} = \frac{x}{N_C} < \left(\frac{V_C + S}{V_A} \right) \frac{N_A}{N_C}$$

$$\text{Ratio d'échange} < \frac{P_C}{P_A} \left(1 + \frac{S}{V_C} \right)$$

Les coûts de l'acquisition

- **Cas II : l'acquisition en actions : exemple**

Cette partie vient du livre de Berk and Demarzo, Corporate Finance, 3rd edition, Pearson, 2014

- *Au moment où Sprint annonça son intention d'acquérir Nextel, le prix de l'action de Sprint était de 25\$ et celui de Nextel de 30\$, impliquant une valeur pré-acquisition de 31 Millions pour Nextel.*
- *Si les synergies sont évaluées à 12 Millions, quel est le ratio d'échange maximum que Sprint pourrait offrir dans un échange d'actions et générer une VAN positive?*

Les coûts de l'acquisition

- **Cas II : l'acquisition en actions : exemple**

Cette partie vient du livre de Berk & Demarzo,

- On cherche le **ratio d'échange**, soit x/N_c

- La cible est Nextel
- $P_c = 30\$, V_c = 31 \text{ M\$}, S = 12 \text{ M\$}$
- Ratio d'échange = $X/N_c \leq 30/25 * (1 + 12/31)$
 $X/N_c \leq 1.66$

- Pour chaque action de Nextel, Sprint émettra et proposera 1.66 action.

Les coûts de l'acquisition

- **Acquisition en cash, versus acquisition en actions**
- Cash :
 - Taxable : Le gain en capital réalisé lors de la vente d'action est taxable
 - Par contre, ils ne participeront pas à l'appréciation de la valeur de l'action de la nouvelle entité
- En actions :
 - L'émission de nouvelles actions dilue le pouvoir des anciens actionnaires de l'acquéreur

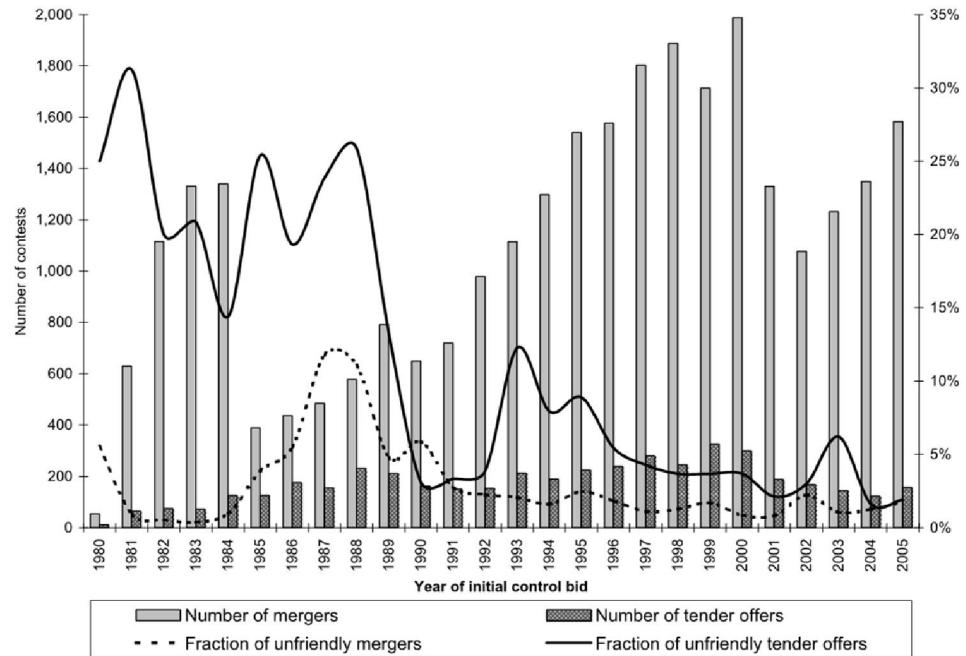
Tactiques de défense

- **Acquisition Hostile**
- Pour qu'une prise de contrôle hostile fonctionne, l'acquéreur doit contourner le conseil et s'adresser directement aux actionnaires de la cible
- **Proxy Fight (par procuration)**
 - Lors d'une prise de contrôle hostile, l'acquéreur tente de convaincre les actionnaires de la cible d'utiliser leurs droits de vote pour remplacer le conseil en place et élire les représentants de l'acquéreur
 - Afin de se défendre, le conseil d'administration peut avoir convaincu les actionnaires d'inscrire certains moyens de défenses légaux au livre de gouvernance de l'entreprise

Tactiques de défense

Figure 9

Target attitude towards the initial control bidder in mergers and tender offers. The attitude is shown as "unfriendly" ($N= 1,025$) if the SDC lists the offer as either "hostile" or "unsolicited". All other offers are shown as "friendly" ($N=34,702$). U.S. targets, 1980-2005.



Betton, Eckbo and Thorburn, 2009

Tactiques de défense

- **Stratégies défensives**

- **Contrôle Block :**

- Un individu contrôle 51% des votes, ce qui rend virtuellement impossible une acquisition hostile
 - Cela peut se faire de manière direct ou au travers de Stock-options qui une fois exercées augmentent le pouvoir du détenteur
 - Exemple : Mark Zuckerberg détient assez de stocks options d'actions super-votantes de Facebook pour ne jamais être inquiété

- **Standstill agreement :**

- Le conseil de la cible pourrait proposer de négocier une limite de part acquise (limiter la part du capital de l'acquéreur potentiel, en échange d'une promesse de la société de racheter ces actions avec une prime).

Tactiques de défense

- **Stratégies défensives**

- **Going private**

- L'entreprise qui possède assez de liquidités pourrait décider de racheter toutes ses actions, devenir privée et quitter ainsi la place boursière où elle est cotée. L'action disparaît alors

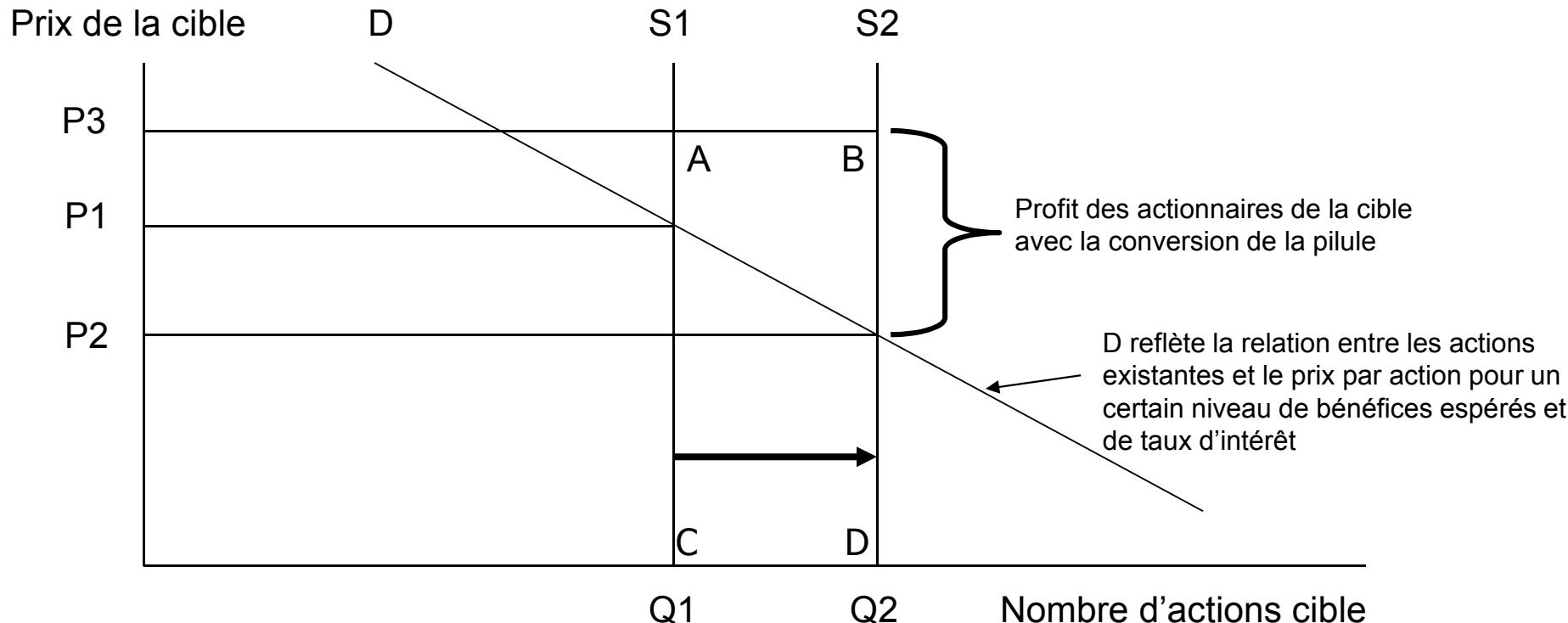
- **Leverage Buyout (LBO)**

- Sans posséder les fonds, le management pourrait décider de racheter l'entreprise avec l'aide de financement par dette à leur propre nom
 - Une fois propriétaire, la loi autorise l'acquéreur et nouveau propriétaire à transférer sa dette personnelle à l'entreprise. Cela ne peut se faire sans un créancier compatissant

Tactiques de défense

- **Stratégies défensives**
 - **Offre exclusive et double classe d'actions**
 - Un groupe ou l'entreprise devra faire une offre d'achat sur la classe d'actions super-votante en excluant les autres actions ordinaires généralement ciblées
 - **Exemple** : Magna international : l'actionnaire majoritaire avec 66.2% des votes ne détient que 0.8% des fonds propres totaux
 - **Poison Pill :**
 - Cette tactique permet aux actionnaires actuels, mais pas le potentiel acquéreur hostile, d'acheter à rabais un grand nombre de nouvelles actions émises pour l'occasion
 - Cela a pour effet de diluer les votes et dévaluer la valeur de l'action

Les offres publiques- La pilule empoisonnée



P1 = Prix d'équilibre de la cible avant l'offre

P2 = Prix après la conversion de la pilule empoisonnée

P3 = Offre faite par l'acquéreur

Q1 = Nb actions de la cible avant offre

Q2 = Nb actions de la cible après exercice de la pilule

ABCD = Coût supplémentaire pour l'acquéreur du fait de l'exercice de la pilule

Source: *Mergers, Acquisitions, and other restructuring activities*, DePamphilis, 8th edition, 2015

Les offres publiques- La pilule empoisonnée

| Dilution de l'acquéreur causée par la pilule empoisonnée | | | | |
|--|--|------------------------|--|-----------------|
| | Nouveau groupe: nb d'actions en circulation ¹ | | Nouveau groupe: répartition actionnariat (%) | |
| | Sans pilule | Avec pilule | Sans pilule | Avec pilule |
| Actionnaires de la cible | | | | |
| Nb actions existantes | 1,000,000 | 2,000,000 | 50 | 67 ³ |
| Nb Total d'actions | 1,000,000 | 2,000,000 | | |
| Actionnaires de l'acquéreur | | | | |
| Nb Actions existantes | 1,000,000 | 1,000,000 | | |
| Nouvelles actions émises | 1,000,000 | 2,000,000 ² | 50 | 33 |
| Nb Total d'actions ⁴ | 2,000,000 | 3,000,000 | | |

¹Acquéreur échange une action de son groupe contre une action de la cible.

²La pilule autorise chaque actionnaire de la cible à acheter une action de la cible à un prix défini pour chaque action qu'il détient. On fait ici l'hypothèse que tous les actionnaires de la cible exercent leur droit.

³2,000,000/3,000,000

⁴Les actions de la cible sont annulées après la finalisation de l'acquisition.

Source: *Mergers, Acquisitions, and other restructuring activities*, DePamphilis, 8th edition, 2015

Tactiques de défense

- **Autres stratégies défensives**
 - Renouvellement échelonné du CA (Staggered Board)
 - Chevaliers blancs (White Knights)
 - Parachute doré (Golden Parachute)
 - Recapitalisation
 - Crown Jewel (vendre l'un de ses plus beaux actifs)
 - Stratégie du Pacman (grossir)

Résultats empiriques

- **Rendements:**
 - Comme l'acquéreur paye une prime, il semble que ce soient toujours les actionnaires de la cible qui gagnent un rendement excédentaire lors d'une acquisition
 - Les actionnaires de l'acquéreur ne font généralement aucun rendement excédentaire à court-terme par le même fait. En moyenne, ils perdent environ 2 à 4%
 - Le prix payé peut être trop cher, les synergies anticipées trop faibles, le marché des acquisitions trop concurrentiel.

Résultats empiriques

- **Rendements anormaux:**

| | Target | Bidder |
|--|--------|--------|
| 1271 acquired, 242 targets, 1994–2000** | 10% | 1% |
| 1930 mergers, 1964–1983* | 9 | 3 |
| 119 mergers, 1963–1982† | 23 | 11 |
| 173 going-private transactions, 1977–1989‡ | 25 | NA |
| Minority buyouts | 27 | |
| Non-controlling bidder | 24 | |
| 1300 acquisitions, 1993–2002# | NA | 0% |

Cessions et restructurations

- **Cession :**
 - Vente d'actifs, d'opérations ou de division à un autre partie
- **Equity Carve-out**
 - Vente d'actions à une autre entreprise parente via une IPO
- **Spin-Off**
 - Distribution aux actionnaires actuels des actions d'une division. Celle-ci devient alors indépendante de la maison mère
- **Split-up**
 - Couper une entreprise en deux entreprises ou plus encore

Bibliographie

Betton, S., Eckbo, B., *Merger negotiations and the toehold puzzle*, 2009, Journal of Financial Economics, vol 91, issue 2, pp158-178

DePamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 2015, 8th edition, Academic Press

Gugler, K., Mueller, D., and B. Yurtoglu, *The effects of mergers: an international comparison*, International Journal of Industrial Organization, 2003, vol 21, issue 5, pp625-653

Madura, J., Ngo, T., and A. Viale, *Why do merger premiums vary across industries and over time*, The Quarterly Review of Economics and Finance, 2012, vol 52, issue 1, pp49-62

Berk, J. and P. DeMarzo, *Corporate Finance*, 3rd edition, 2014, Pearson