

|

Les fusions-acquisitions ou le marché du contrôle des entreprises

Etude de cas

Sanofi – Synthélabo ()*

François Meunier

4 février 2015

RAPPROCHEMENT SANOFI – AVENTIS

- En septembre 2003, le groupe Sanofi-Synthélabo, piloté par Jean-François Dehecq, s'interroge sur l'opportunité et les conditions d'un rapprochement avec le groupe Aventis.
- Sanofi-Synthélabo a été créé 5 ans auparavant par la fusion de Sanofi (filiale à plus de 50% de Elf, repris depuis par Total) et de Synthélabo (filiale à plus de 50% de L'Oréal).
- Aventis a été créé également 5 ans avant par fusion entre le pôle pharma de l'allemand Hoechst et de Rhône-Poulenc, une fois cédés leurs actifs non pharmaceutiques.
- Sanofi estime qu'Aventis est le meilleur partenaire pour différentes raisons industrielles.

RAPPROCHEMENT SANOFI – AVENTIS

COMPARAISON SYNTHETIQUE DES DEUX GROUPES

Données 2003	Aventis	Sanofi - Synthélabo
Chiffre d'affaires consolidé	17,8 Md€ (- 14 %)	8,0 Md€ (+ 8 %)
Résultat d'exploitation	4,1 Md€ (+ 8 %)	2,9 Md€ (+ 19 %)
Résultat courant net part du groupe	2,8 Md€ (+ 17 %)	2,1 Md€ (+ 18 %)
Répartition du chiffre d'affaires :		
- Europe	37 %	58 %
- Etats – Unis	38 %	24 %
- Reste du monde	25 %	18 %
Effectifs	75 567 personnes	33 086 personnes
Frais de recherche – développement	2 924 M€	1 316 M€
Capitalisation boursière	41,2 Md€	43,7 Md€
PER	14,6	20,2
Croissance du BPA 2003	+ 24 %	+ 22 %
Croissance du cours depuis le 30.12.1999	- 13 %	+ 42 %
Endettement net	5,0 Md€	- 2,6 Md€

LE DÉROULÉ DE L'OPÉRATION EN HUIT QUESTIONS

Questions :

1. Quelle est la logique industrielle du rapprochement ?
2. Quelle est la performance financière de chacun des groupes ?
3. Quelle est la performance boursière de chacun des deux groupes ?
4. Faut-il une offre « non sollicitée » (hostile) ou amicale ?
5. Quel prix maximum peut offrir Sanofi-Synthélabo aux actionnaires d'Aventis?
6. Comment financer l'offre ? En fonds propres ou par endettement ? Et si dette, à quel niveau ?
7. Quelles conditions pour l'offre : prix, mode de paiement... ?
8. Un autre destin était-il possible pour Aventis ?

Annexes :

1. *BPA et dilution*
2. *Un processus typique de vente (pour les sociétés non cotées)*
3. *Les 10 règles de base du vendeur d'une société non cotée*
4. *Quelques règles boursières gouvernant les offres publiques d'achat*

|

Question n°1 :
Quelle est la logique industrielle du rapprochement ?

ANALYSE STRATÉGIQUE : LA LOGIQUE DU RAPPROCHEMENT

- Introduction : une opération est « bonne » si elle crée de la valeur, i.e. des synergies S.



A (acquéreur)



C (cible)

- Et donc, au total :

A (acquéreur) + C (cible) + (éventuellement) Synergies

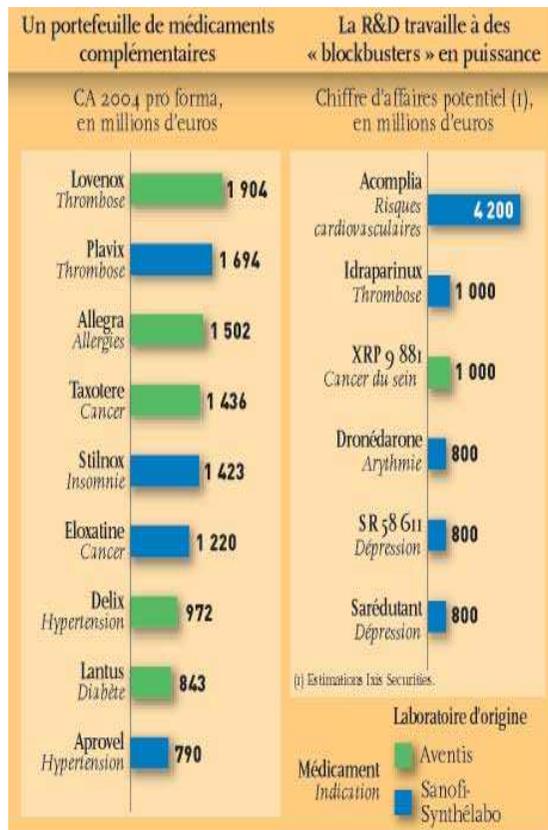


- Nota : ce sont les actionnaires (et non les créanciers) qui captent cette valeur. Lesquels ?

ANALYSE STRATÉGIQUE : LA LOGIQUE DU RAPPROCHEMENT

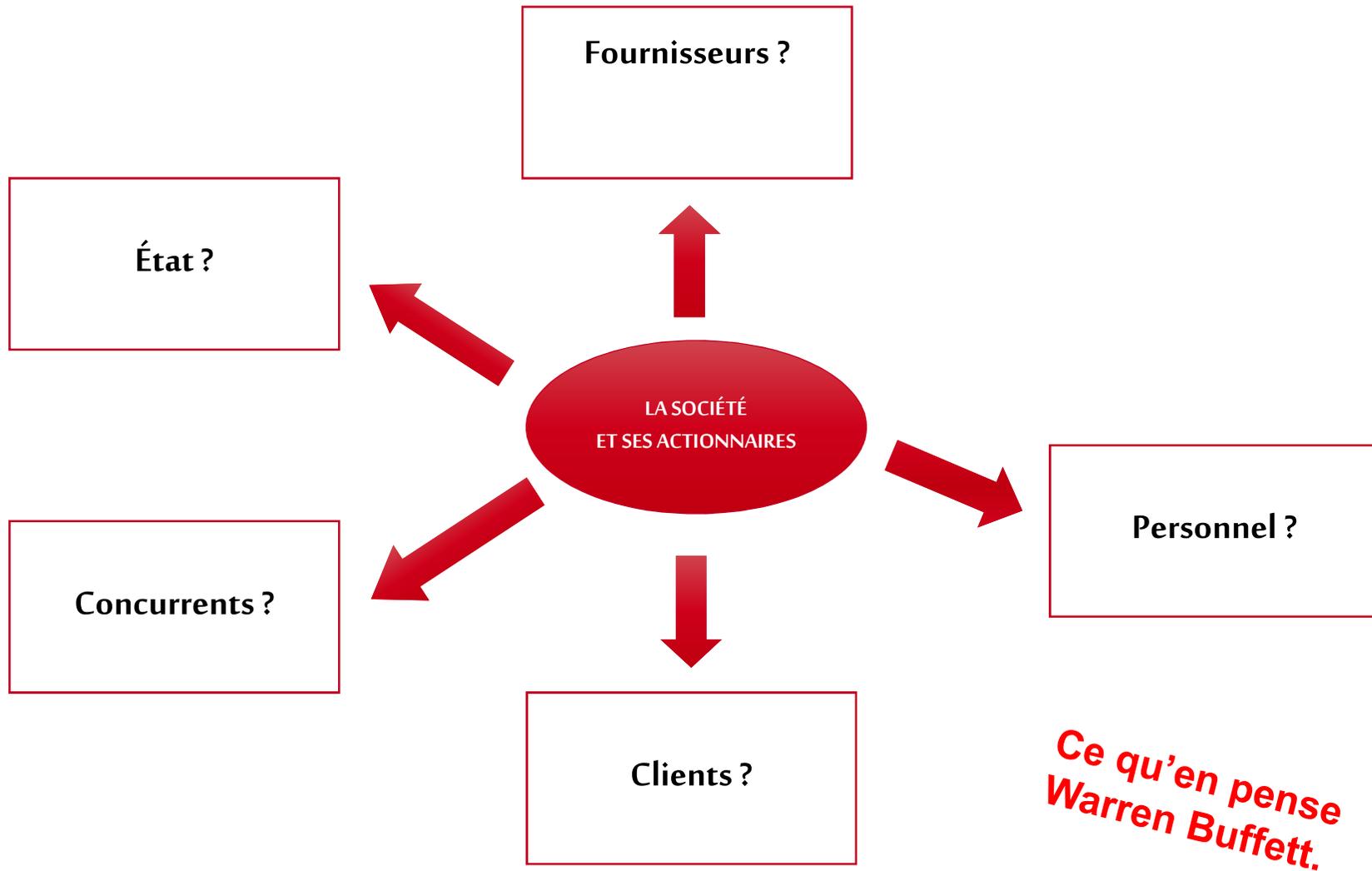
- Dans le cas Sanofi, votre dossier a déjà identifié :

Le « pipe », complémentaire

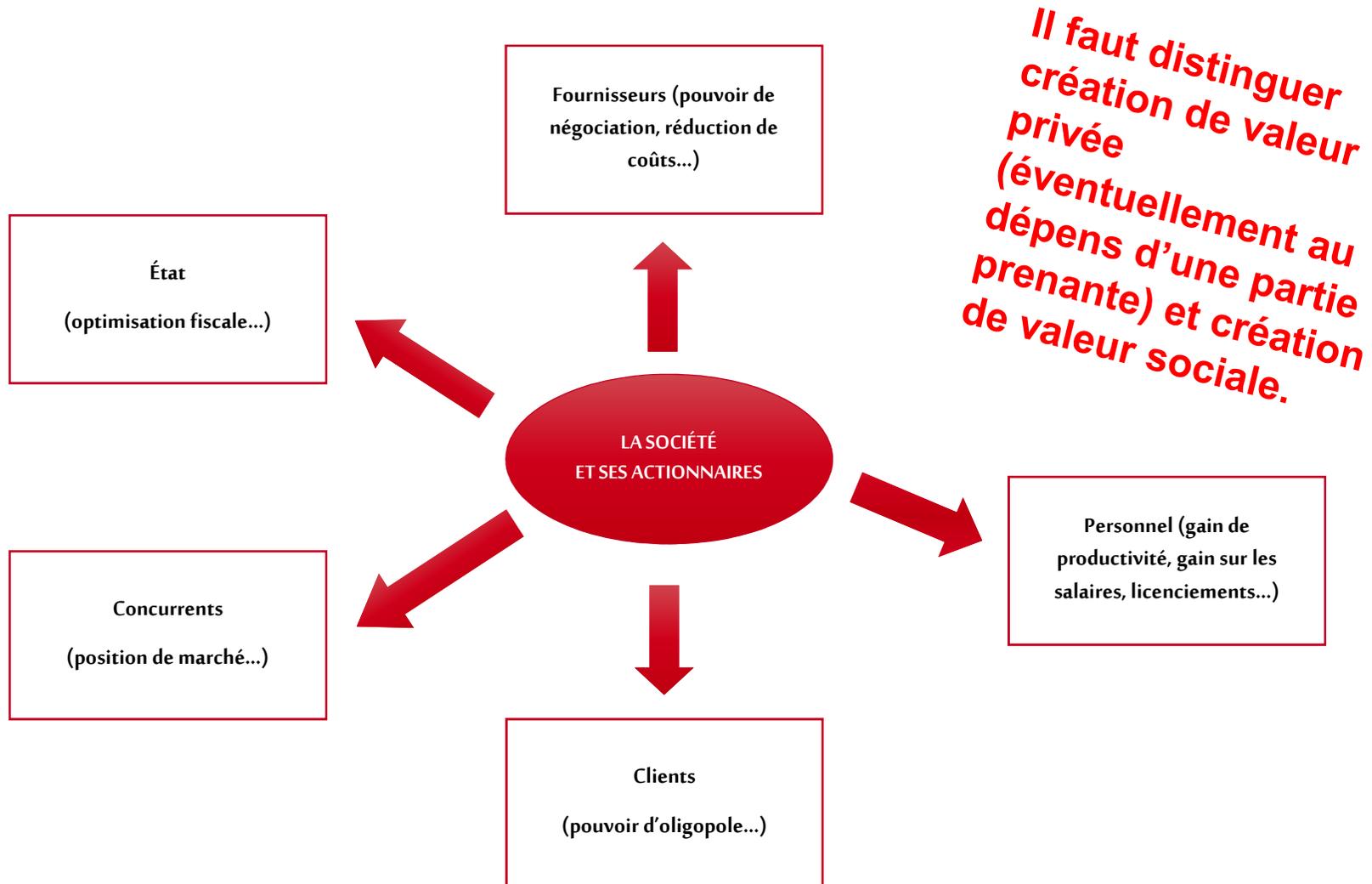


La taille, donnant un poids important à Sanofi-Aventis

LOGIQUE INDUSTRIELLE D'UN RAPPROCHEMENT – Une grille d'analyse



LOGIQUE INDUSTRIELLE D'UN RAPPROCHEMENT – Une grille d'analyse



LOGIQUE INDUSTRIELLE D'UN RAPPROCHEMENT – Des exemples

- **SURCAPACITE**
Fiat / Chrysler;
Tentative PSA / Opel
- **DEPLOIEMENT**
(produits, régions...)
Home Depot; Saint-Gobain sur Sika (Suisse)
SG en Europe de l'est ;
Différent du déploiement d'IKEA (« organique »)
- **EXTENSION PRODUIT / MARCHÉ**
Pernod-Ricard / Allied Domecq ou Absolut
Tentative Legrand / Schneider.
Nestlé Perrier
- **M&A COMME R&D**
Cisco, Microsoft et maintenant Apple, Google...
Tata sur Jaguar ; Geely sur Volvo
- **RECONFIGURATION INDUSTRIELLE**
Informatique dans les années 80
Media-Telecom

Réponse dans le cas Sanofi-Synthélabo / Aventis :

- **Un volet « distribution » important : on optimise les forces de vente.**
- **Un volet R&D important : on enrichit le « pipe » de produits en développement. C'était un des problèmes de Aventis, malgré ses dépenses de recherche élevées.**
- **Des économies de coûts opérationnels (services fonctionnels, etc.)**

Ainsi que des considérations moins opérationnelles

- **Un poids financier plus important : plus difficilement opérable, sortie plus commode de Total.**



Question n°2 :
Quelle est la performance financière de chacun des groupes ?

(Cela va aider à déterminer le sens de l'opération.)

ANALYSE FINANCIÈRE DES DEUX GROUPES

Examen rapide des bilans respectifs de Sanofi-Synthélabo et d'Aventis

ANALYSE FINANCIÈRE DES DEUX GROUPES

Sanofi-Synthélabo

- Une entreprise en forte croissance: +24% du chiffre d'affaires en 2 ans. Le résultat opérationnel plus encore : +45%.
- Un fort volume d'investissement
- Un fort flux de trésorerie qui couvre la variation du BFR et les besoins d'investissement et de R&D. La dette est négative, à savoir du cash : 2,5 Md€)
- Une rentabilité économique excellente : (50% après impôts).
- Une rentabilité sur fonds propres (ROE ou *return on equity*) à peine moins bonne (30%), en raison de la situation du cash (effet de levier jouant négativement !)

ANALYSE FINANCIÈRE DES DEUX GROUPES

Aventis

- Une entreprise en restructuration : baisse de 22% du chiffre d'affaires, en raison de cessions d'actifs.
- Une marge brute d'exploitation en croissance, grâce aux restructurations : un gain de 5 points à 23,3% en 2003. Même chose pour le résultat net, si on corrige de l'exceptionnel.
- Des investissements plus faibles, mais pas en R&D
- Et donc un flux de trésorerie positif, qui permet de réduire rapidement l'endettement. A 5 Md€, cette dette n'a rien d'inquiétant (ratio dette/EBE = 0,9X)
- La rentabilité économique après IS s'améliore, partant d'un niveau médiocre (10%). Le ROE est à 20%, en raison de l'effet de levier.



Question n°3 :
Quelle est la performance boursière de chacun des deux groupes ?

(Cela est important pour juger de la perception par le marché de l'opération)

ANALYSE BOURSIÈRE DES DEUX GROUPES



Actionnariat des deux groupes avant opération

Sanofi-Synthélabo

Total (*)	24,5%
L'Oréal (*)	19,5%
Autodétention	5,0%
Flottant	51,0%
Total	100,0%

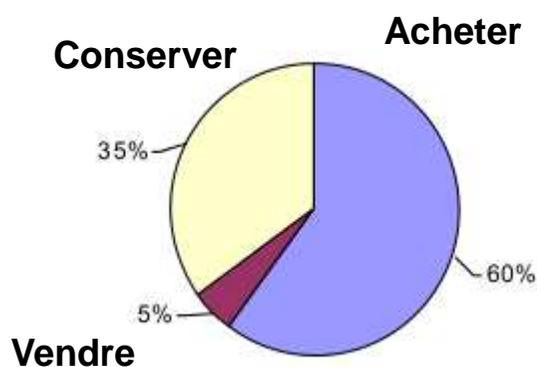
Aventis

Fonds souverain koweïti	13,5%
Flottant	86,5%
Total	100,0%

(*) Nota : un pacte d'actionnaires lie Total et L'Oréal.

ANALYSE BOURSIÈRE DES DEUX GROUPES : SANOFI-SYNTHÉLABO

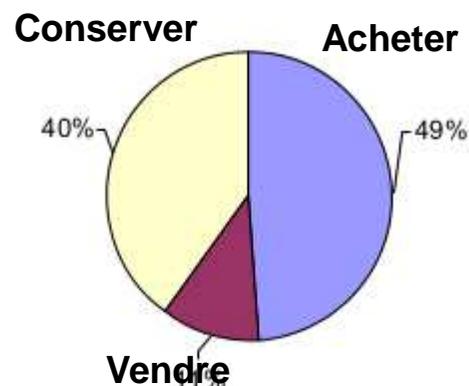
Avis des analystes IBES 2003



	réalisé			estimé	
	2001	2002	2003	2004	2005
Cours le plus haut en €	85,8	83,8	59,7		
Cours le plus bas en €	53,4	52,3	41,8		
Demier cours de l'année en €	83,8	58,3	59,7		
Nombre d'actions en M	732	732	733	733	733
Bénéfice par action en €	2,18	2,53	2,85	3,42	4,01
PER	38,5	23,0	21,0		
Dividende net par action en €	0,66	0,84	1,02		
Rendement en %	0,8%	1,4%	1,7%		
Taux de distribution en %	30%	33%	36%		
Capitalisation boursière en M€	61 340	42 659	43 751		
Capitaux propres comptables, part du groupe, en M€	5 768	6 035	6 323		
Capitalisation boursière/capitaux propres comptables	10,6	7,1	6,9		

ANALYSE BOURSIÈRE DES DEUX GROUPES : AVENTIS

Avis des analystes IBES 2003



	réalisé			anticipé	
	2001	2002	2003	2004	2005
Cours le plus haut en €	94,3	85,8	54,1		
Cours le plus bas en €	68,5	50,0	38,1		
Demier cours de l'année en €	79,8	51,8	52,4		
Nombre d'actions en M	788	793	786	786	786
Bénéfice courant par action en €	3,03	2,90	3,61	4,08	4,27
PER	26,3	17,9	14,5		
Dividende net par action en €	0,58	0,70	0,82		
Rendement en %	0,7%	1,4%	1,6%		
Taux de distribution en %	19%	24%	23%		
Capitalisation boursière en M€	62 843	41 077	41 186		
Capitaux propres comptables, part du groupe, en M€	14 512	12 847	11 884		
Capitalisation boursière/capitaux propres comptables	4,3	3,2	3,5		

ANALYSE BOURSIÈRE ET FINANCIÈRE : SYNTHÈSE

- **Les cours des deux groupes marquent un déclin fort sur les deux dernières années : impact de la crise boursière de 2001-02.**
- **Sanofi apparaît comme une société en croissance, avec un P/E 2003 supérieur à 20X et un P/B de près de 7X.**
- **Aventis a des ratios moins favorables : notamment un P/E 2003 de 14X et un P/B de 3,5X.**

- **Au total, Sanofi, bien que plus de 2 fois moins gros, apparaît plus performant et mieux valorisé :**
 - En croissance passée et future,
 - En rentabilité
 - En position de bilan
 - En performance boursière

- **Il est important que Sanofi agisse maintenant : Aventis est en phase d'amélioration rapide. Voir le consensus analyste sur son BPA 2005^e.**



Question n°4 :
Faut-il une offre « non sollicitée » (hostile) ou amicale ?

(Avantages et inconvénients d'une offre amicale)

CARACTÈRE DE L'OFFRE : AMICALE OU HOSTILE ?

Cette question ne concerne que les offres sur sociétés cotées, dites offres publiques ou OPA.

- **OPA amicale :**

l'acquisition est négociée avec les dirigeants de la cible qui acceptent l'offre et recommandent aux actionnaires d'accepter l'offre.

- **OPA hostile :**

l'acquéreur fait une offre directement aux actionnaires de la cible sans le consentement de ses dirigeants. Ex : Lactalis sur Parmalat.

Une OPA initialement hostile peut devenir amicale après amélioration des termes de l'offre. En matière d'OPA, l'amitié est souvent affaire d'argent. Mais pas toujours.

Discussion

CARACTÈRE DE L'OFFRE : AMICALE OU HOSTILE ?

Discussion. Avantages et inconvénients d'une offre hostile. Éléments

- Elle rend plus difficile l'intégration. En même temps, elle désigne clairement qui est le pilote dans l'avion. Distinguer les intérêts du haut management et ceux du personnel.
- Elle est plus rapide.
- Elle permet un prix plus bas, mais dans certains cas plus haut, s'il faut trouver l'appui du conseil d'administration de la cible.
- Elle ouvre davantage le jeu de la concurrence : des « chevaliers blancs » peuvent apparaître, sollicités par le management de la cible. Cas d'Aventis avec Novartis.
- Elle évite une opération amicale, et donc « égalitaire », qui aurait mis en évidence la taille deux fois moindre de Sanofi-Synthélabo par rapport à Aventis.



Question n°5 :
Quel prix maximum peut offrir Sanofi-Synthélabo aux actionnaires d'Aventis?

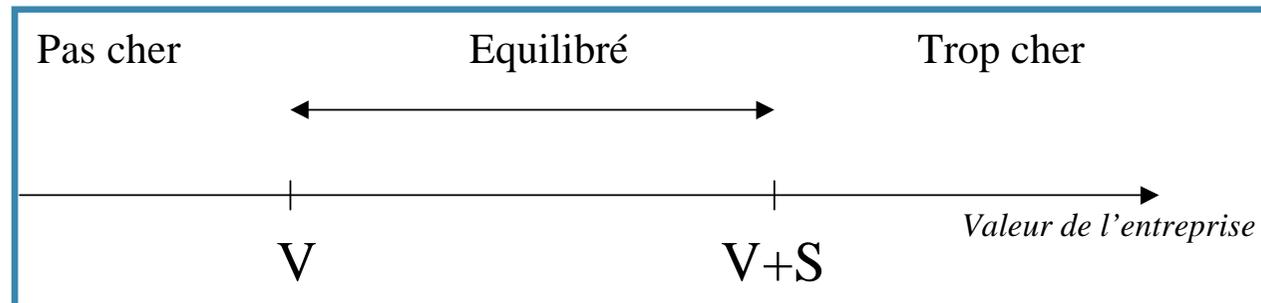
(Question vitale pour l'acceptation de l'offre.
On supposera des synergies égales à 8 Md€ en valeur – nettes d'impôts)
(*)

12 juin 2014

() Compte tenu d'un gain de synergie de 1,6 Md€ par an; de coûts de restructuration de 1,6 Md€ ; d'un taux d'impôt de 35% et d'un coût du capital de 8,7%.*

QUEL PRIX ? LE CRITÈRE D'UNE BONNE ACQUISITION

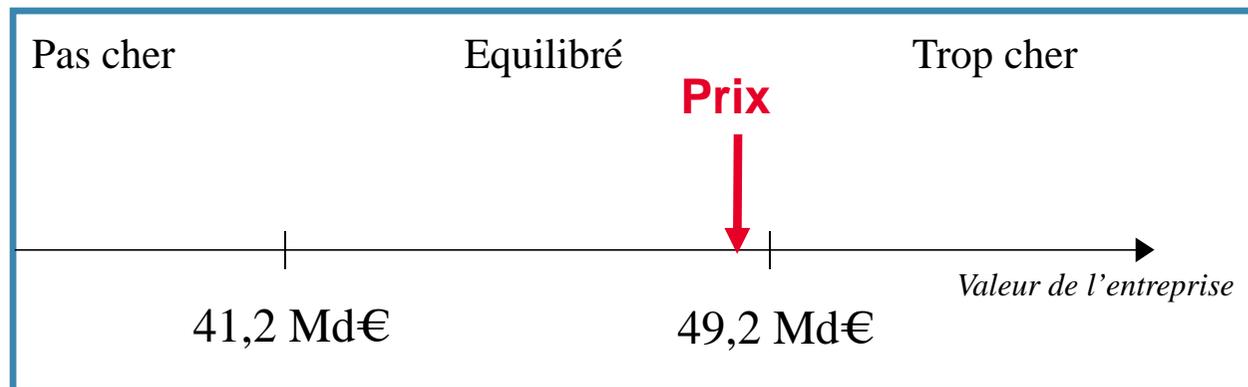
- **Le bon critère : la création de valeur**
 - Une acquisition est bonne si elle n'a pas été payée plus chère que son juste prix (sa valeur fondamentale).
 - Soit V la valeur financière de la cible (dite stand-alone) ; S le montant des synergies, alors P ne peut pas être supérieur pour l'acheteur que $V+S$.



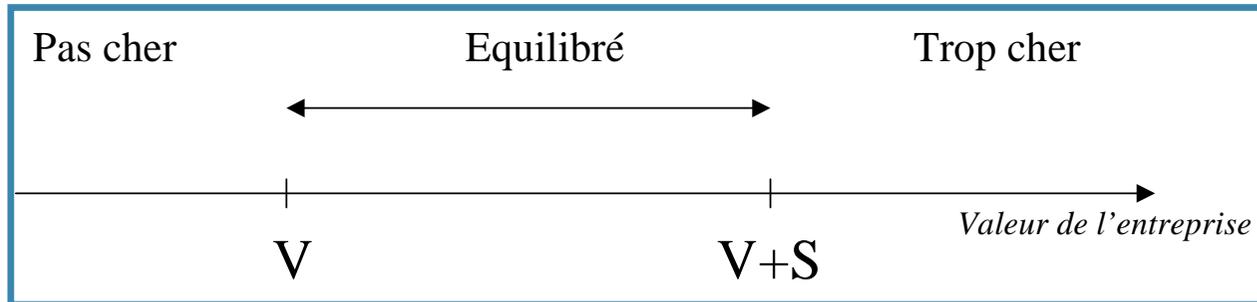
- L'espace du bon prix est le lieu de la négociation.
- Le gain de l'acquisition est la différence entre $V+S$ et le prix d'achat P

QUEL PRIX ? LE CRITÈRE D'UNE BONNE ACQUISITION

- Ici, la valeur fondamentale peut être considérée être la valeur boursière, soit $V = 41,2 \text{ Md€}$
- La prime maximum : le montant de la synergie = 8 Md€ , soit **19%**.



QUEL PRIX ? UNE REMARQUE



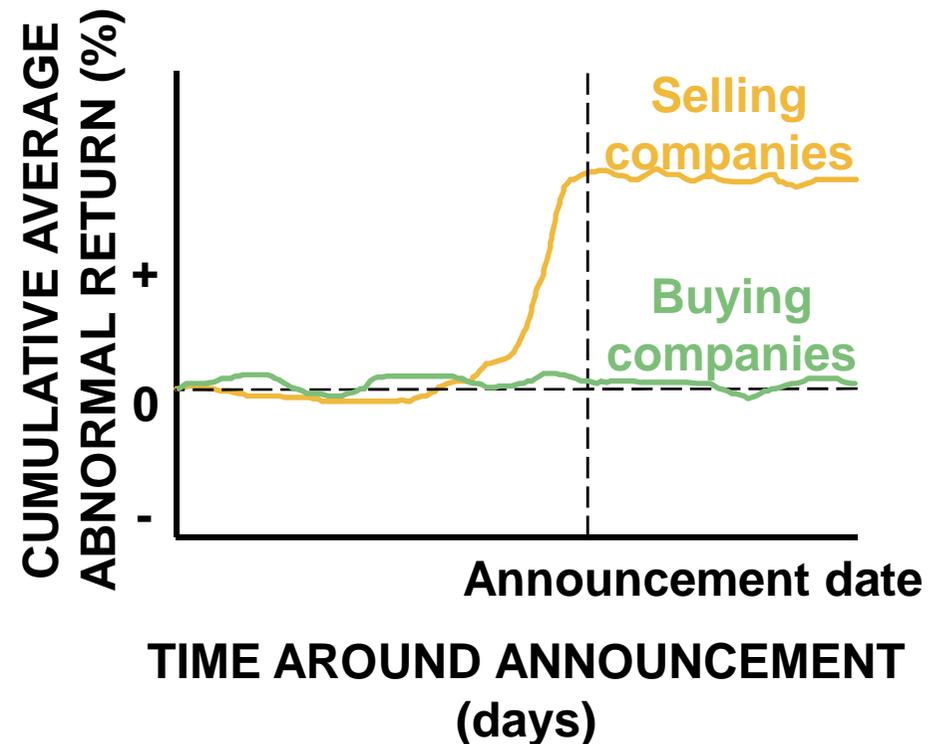
- L'équilibre au sein de l'espace de marchandage est indéterminé.
- Il s'agit d'une situation de « monopole bilatéral » : l'acheteur ne réalisera ses synergies que si le vendeur lui vend ;
- Mais le vendeur n'en captera le montant que s'il vend.
- Maintenant, suivant la théorie des jeux, en situation d'un vendeur et de plusieurs acheteurs, l'équilibre concurrentiel conduit à rendre toute la synergie au vendeur.
- Ceci si la synergie est la même pour tous.

QUEL PRIX ? LE CRITÈRE D'UNE BONNE ACQUISITION

- Les cibles dans une OPA reçoivent en moyenne une prime de **30%**.
- L'impact sur le cours de la société qui achète est plus ambigu. A long terme, en cas de succès, oui. Mais difficile à mesurer. A court terme, en général non.

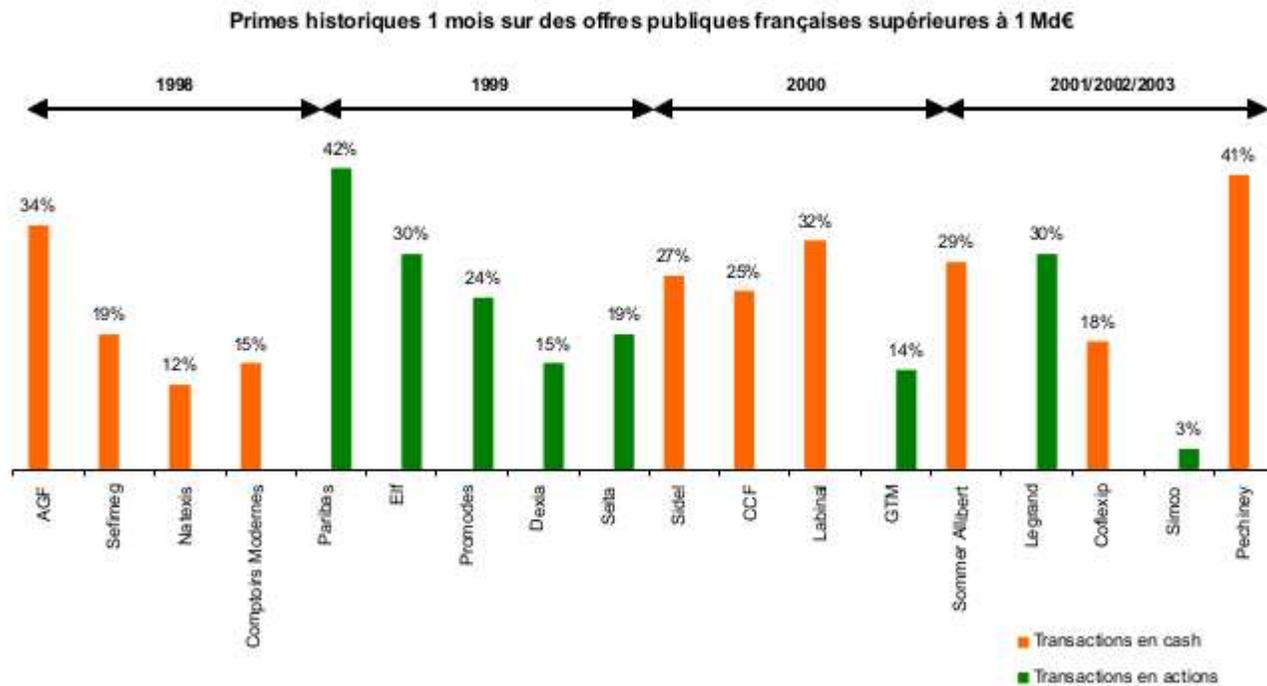
Stulz et alii (2005) évaluent à 12% la perte de valeur dans la vague d'acquisitions entre 1998 et 2001, par rapport à la valeur au moment de l'annonce, soit 280 Md\$.

Néanmoins une période peu propice aux bons achats !



IL Y A TOUJOURS UNE PRIME DE CONTRÔLE DANS LES ACQUISITIONS BOURSIÈRES

Primes d'OPA sur le marché français



Source : Notes COB



Question n°6 :
Comment financer l'offre ?
En fonds propres ou par endettement ?
Et si dette, à quel niveau ?

(La structure de financement est importante, et peut rétroagir sur le prix offert.)

PAIEMENT EN TITRES OU EN CASH ?

Il existe deux modes de paiement d'une acquisition :

1. en numéraire
2. en titres, c'est-à-dire avec ses propres actions

Dans le cas d'acquisition en cash, on parle d'OPA (offre publique d'achat) ; lors d'acquisition en titres, on parle d'OPE (offre publique d'échange).

(Un mix des deux est possible. On parle d'OPA-OPE.)

Discussion dans le cas Sanofi / Aventis

Nota : Si la cible est cotée, des règles existent pour protéger ses actionnaires. Voir annexe 4. On les range en grandes catégories, parmi lesquelles :

- *Prix unique offert à tous les actionnaires*
- *Publicité de l'opération et transparence (pour éviter les délits d'initiés)*
- *Favoriser le libre jeu des enchères, par des règles appropriées.*

PAIEMENT EN TITRES OU EN CASH ?

Intérêt d'une offre (éventuellement partielle) en numéraire :

- L'offre en titres est plus facile si l'acquéreur est une société cotée.
- Une offre cash est souvent plus attrayante pour les actionnaires de la cible :
 - « un tiens vaut mieux que deux tu l'auras! »
 - Le montant reçu ne bouge pas pendant la période d'offre
- Payer en cash accroît la dette du groupe post-OPA → effet de levier

Dans le cas de Sanofi + Aventis, le montant consolidé de la dette est :
 $5 \text{ Md€} - 2,6 \text{ Md€} = 2,4 \text{ Md€}$, très faible sachant l'EBE 2013(env. 9 Md€).

On peut facilement mettre entre 2X et 3X de dette dans le nouvel ensemble, soit entre 16 et 25 Md€.

PAIEMENT EN TITRES OU EN CASH ?

- **Une remarque : payer en cash ou en titres est « en théorie » équivalent :**

Une OPA (donc en cash) suivie d'une augmentation de capital donne le même bilan pour l'acquéreur qu'une OPE.

→ problème de l'accès aux marchés de capitaux. Exemple de la City de Londres, qui a une tradition de paiement en cash.

|

Question n°7 :
Quelles conditions pour l'offre:
prix, mode de paiement... ?

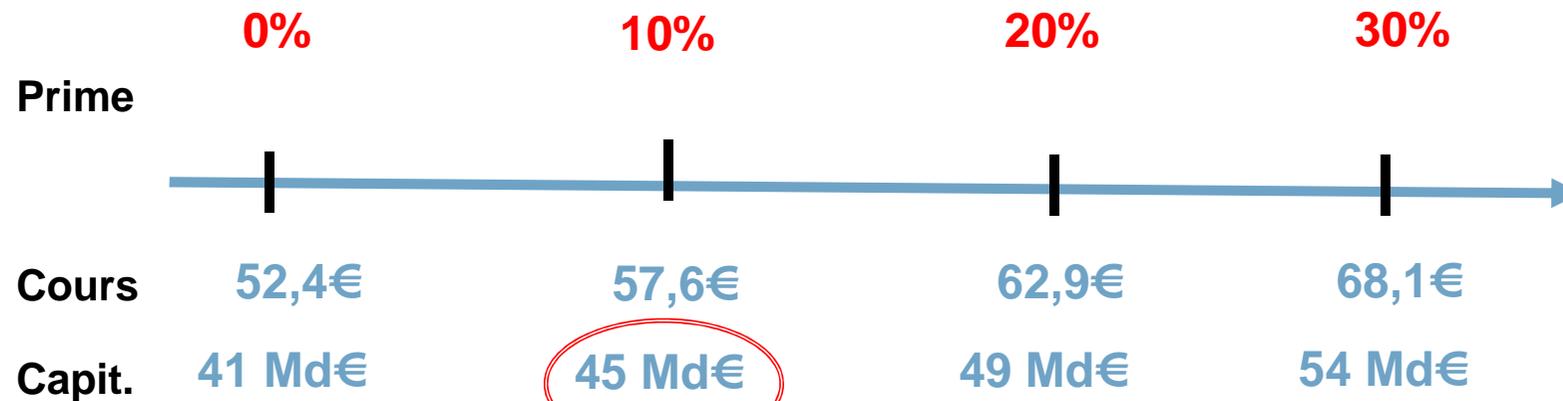
LES CONDITIONS DE L'OFFRE : L'ÉTAT DES LIEUX

■ Les données boursières avant le lancement de l'OPA

	<u>unités</u>	<u>Aventis</u>	<u>Sanofi-Synthélabo</u>	<u>Total</u>
Cours	€	52,4	59,7	
Nbre d'actions	millions	786	733	
Capitalisation initiale	Md€	41,2	43,8	84,9
Poids des groupes dans le total	%	48,5%	51,5%	100,0%
BPA - Bénéfice par action 2005	€	4,27	4,01	
P/E 2005 sur base actuelle	X	12,3X	14,9X	
Bénéfice net 2005	M€	3 356	2 939	6 296
Poids des groupes dans le bénéfice	%	53,3%	46,7%	100,0%

DEUX CHOSES À DÉCIDER : le niveau de la prime et donc le prix

■ Le niveau de la prime de contrôle



■ Le niveau de financement par dette

Si prime de 10% et montant payé
cash de 30%, alors : **13,6 Md€**
(=30% x 45)

DEUX CHOSES À DÉCIDER : le niveau de financement par dette

- La dette va dépendre du prix d'acquisition

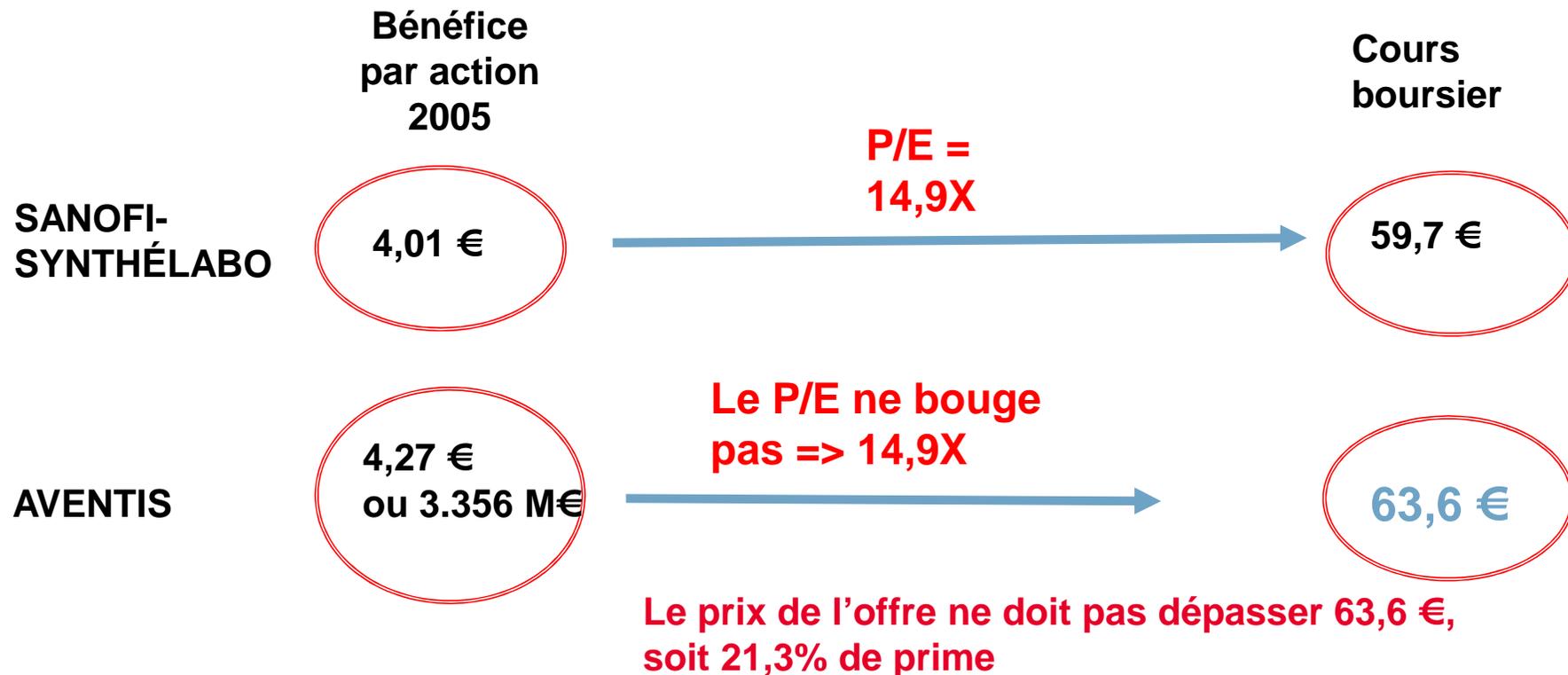
*Avec une prime
de 10% et une
part en cash de
30%*

<u>Montant de l'endettement du groupe</u>		<u>Pro-forma</u> <u>2005</u>
Montant financé par dette		13,6
Endettement initial de Sanofi-Synthélabo		5,0
Endettement initial de Aventis		-2,6
Total		16,0
EBE 2003		9
Multiple Dette / EBE		1,8X

**Nota : si prime =30% et
cash = 50%, la dette est
de 27 Md€ (3,2X EBE)**

LES CONDITIONS DE L'OFFRE : LE CRITÈRE DU BÉNÉFICE PAR ACTION

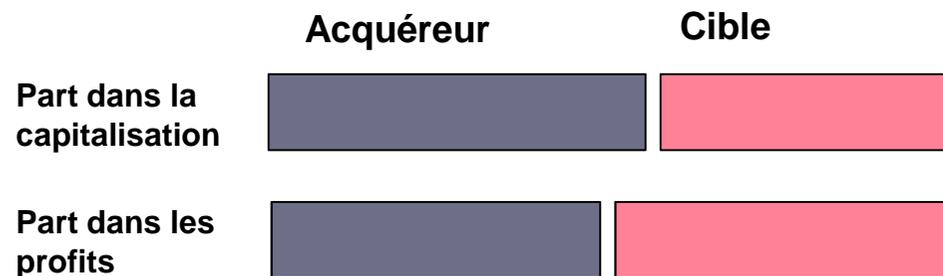
- L'idée : ne pas dégrader le ratio Cours boursier / bénéfice net par action (ou P/E) de Sanofi !
- Le cours d'acquisition ne doit pas dépasser ce niveau ! Au-delà de ce prix, **DILUTION !**



LES CONDITIONS DE L'OFFRE : LE CRITÈRE DU BÉNÉFICE PAR ACTION

- Une acquisition de C par A est dilutive pour les actionnaires de A, si au terme de l'acquisition, le bénéfice par action de A est inférieur à ce qu'il était avant l'opération.
- L'acquisition sera au contraire *accrétive* ou *relative*, si le bénéfice par action de A (BPA) s'accroît du fait de l'opération.
 - Pour faire un tel calcul, il faut calculer l'impact de l'acquisition sur le compte d'exploitation et sur le bilan de l'acquéreur avant et après l'opération.
- Une **acquisition par titre** est relative pour A si le PE de la cible est inférieur au PE de A. C'est le cas au début de l'offre ; pas à la fin.

- Une **acquisition par dette** est relative pour A si le bénéfice de la cible > coût financier de l'acquisition.



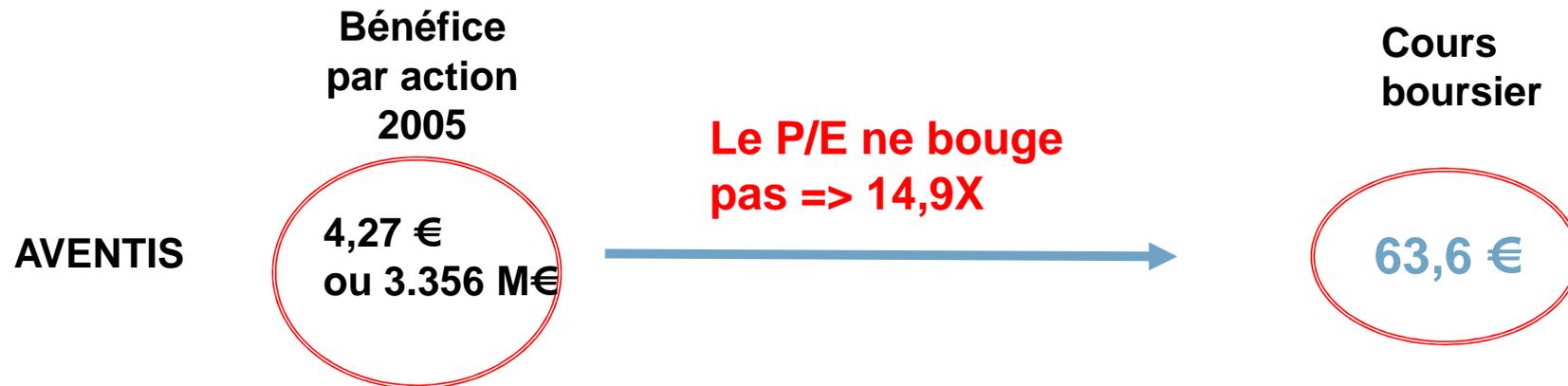
Question : le critère du BPA est-il toujours pertinent ?

Ici, l'acquisition est dilutive (en profit) pour les actionnaires de l'acquéreur

LES CONDITIONS DE L'OFFRE : LE CRITÈRE DU BÉNÉFICE PAR ACTION

Mais il faut tenir compte de :

- Il y a des synergies !
- Il y a des frais financiers à cause de l'endettement accru !



	en M€
Bénéfice 2005	3 356
Montant des synergies	1 040
Frais financiers	- 353
Bénéfice net	6 982

On doit pouvoir offrir un prix plus élevé sans « dilution ».

LES CONDITIONS DE L'OFFRE : LE CRITÈRE DU BÉNÉFICE PAR ACTION

■ Simulation des conditions en séance

<u>Conditions de l'OPA</u>	<u>unités</u>	<u>Aventis</u>	<u>Sanofi-Synthélabo</u>
Prix d'achat à l'OPA	€	57,6	
Capitalisation au prix d'achat	Md€	45,3	43,8
P/E 2005 au prix de l'OPA		13,5X	14,9X
Synergies annuelles	M€		1 600
Valeur financière des synergies	Md€		8,0
Taux d'IS	%		35%
Taux d'intérêt d'acquisition			4%
Prime d'acquisition	%	10%	
Pourcentage acquitté en cash			30%
Dette d'acquisition			13,6

LES CONDITIONS DE L'OFFRE : LE CRITÈRE DU BÉNÉFICE PAR ACTION

■ Simulation des conditions en séance

Conditions :
 Prime = 10%
 Part cash = 30%

**Montant
 à payer
 en titres
 / prix de
 l'action
 Sanofi**

Compte d'exploitation de Sanofi + Aventis		Pro-forma 2005
Bénéfice venu de Sanofi-Synthélabo	M€	2 939
Bénéfice venu d'Aventis		3 356
Synergies après IS		1 040
Total Bénéfice net avant frais financiers		7 336
Frais financiers		- 353
Bénéfice net		6 982
Nombre de titres Sanofi à émettre	millions	531
Nombre total de titres post acquisition	millions	1 264
BPA	€	5,52
Croissance du BPA	%	38%

**1,6 Md€
 moins IS,
 soit 30%
 du
 bénéfice !**

LES CONDITIONS DE L'OFFRE : LE CRITÈRE DU BÉNÉFICE PAR ACTION

- Simulation des conditions en séance

*Toujours avec
une prime de
10% et une part
en cash de 30%*

<u>Montant de l'endettement du groupe</u>		<u>Pro-forma</u> <u>2005</u>
Montant financé par dette		13,6
Endettement initial de Sanofi-Synthélabo		5,0
Endettement initial de Aventis		-2,6
Total		16,0
EBE 2003		9
Multiple Dette / EBE		1,8X

**Nota : si prime =30% et
cash = 50%, la dette est
de 27 Md€ (3,2X EBE)**

LANCEMENT DE L'OPA : UN PEU RADIN (PRUDENT !) AU DÉBUT

- L'offre doit être à la fois crédible pour les actionnaires de la cible, mais raisonnable pour ceux de Sanofi-Synthélabo.

		Initial
Prix de l'offre	€	60,8
Prime sur le cours boursier	%	16,1%
Capitalisation d'Aventis	Md€	47,8
P/E 2005 de l'offre (*)	x	14,2X
Montant financé en cash		
en % du total à financer	%	19%
en montant	Md€	9,1

*C'est manifestement
un peu juste !
Discussion !*

LE CRITÈRE DU BÉNÉFICE PAR ACTION

- Évolution du BPA 2005 du groupe consolidé post-OPA selon les conditions de l'offre

		Prime offerte aux actionnaires d'Aventis			
		0%	10%	20%	30%
Part du financement en dette	0%	29%	23%	17%	12%
	15%	36%	30%	24%	19%
	30%	44%	38%	32%	27%
	50%	57%	51%	46%	40%
	100%	113%	109%	106%	102%

Un levier de dette plus fort veut dire un BPA plus élevé.

LA CRÉATION DE VALEUR POUR LES ACTIONNAIRES DE SANOFI

- **Création de valeur pour l'actionnaire de Sanofi-Synthélabo selon les conditions de l'offre**

		Prime offerte aux actionnaires d'Aventis			
		0%	10%	20%	30%
Part	0%	9%	4%	0%	-4%
du	15%	10%	5%	0%	-5%
financement	30%	11%	5%	0%	-5%
en	50%	12%	6%	0%	-6%
dette	100%	18%	9%	-1%	-10%

- **Discussion**

ÉPILOGUE : LES CONDITIONS DE L'OFFRE

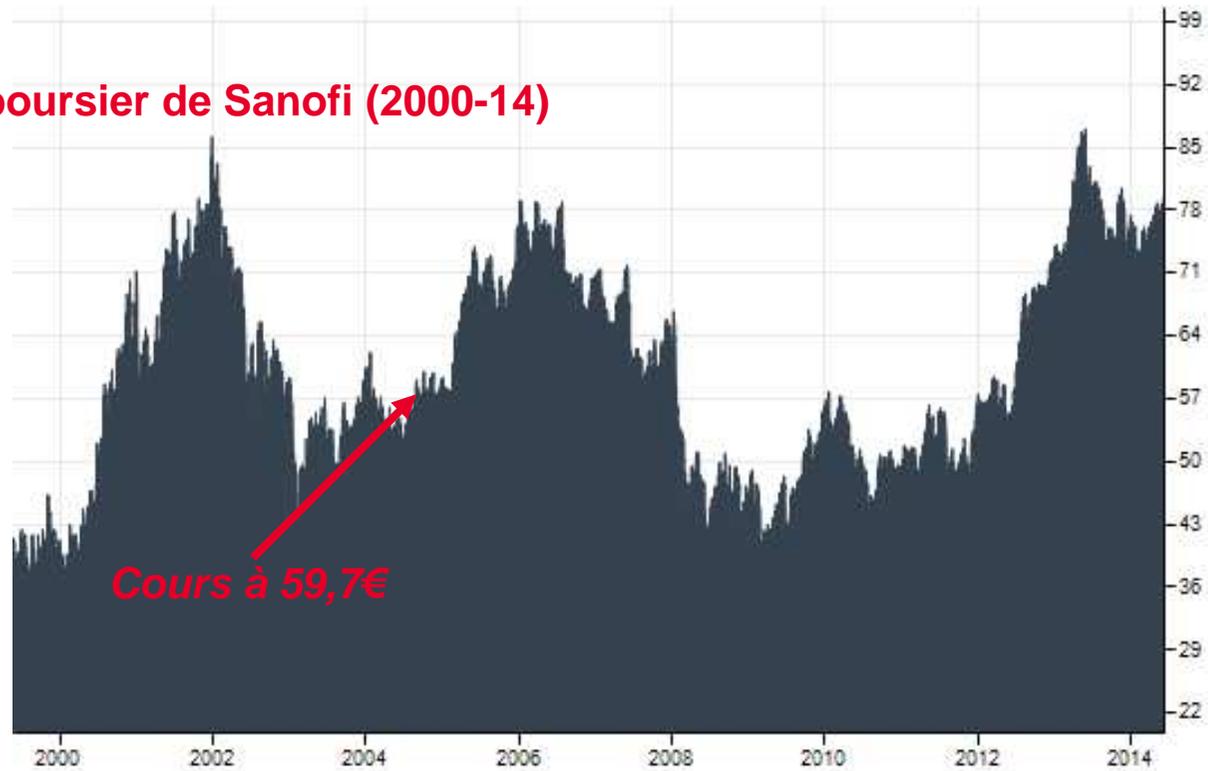
■ Les conditions initiales (hostiles) et finales (devenues amicales) :

		Initial	Final
Prix de l'offre	€	60,8	67,9
Prime sur le cours boursier	%	16,1%	29,7%
Capitalisation d'Aventis	Md€	47,8	53,4
P/E 2005 de l'offre (*)	x	14,2X	15,9X
Montant financé en cash			
en % du total à financer	%	19%	47%
en montant	Md€	9,1	25,0

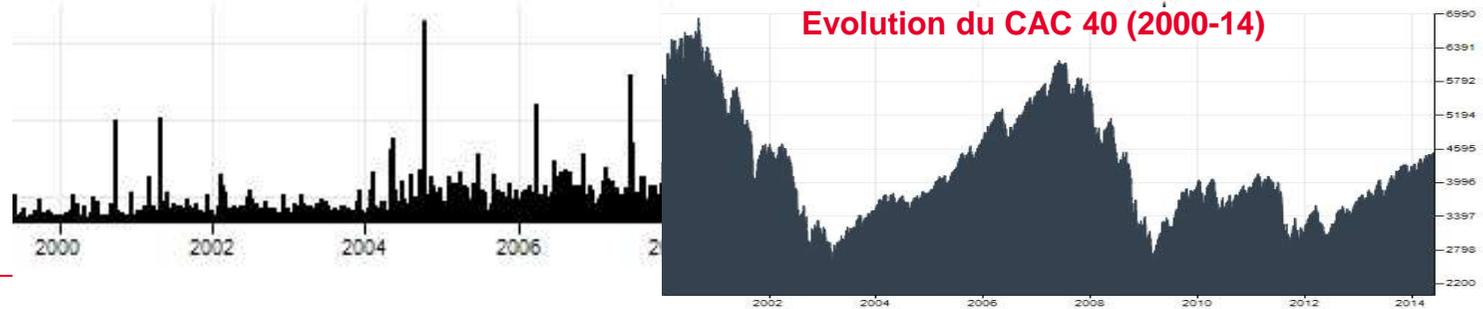
(*) Rappel : le P/E 2005 de Sanofi-Synthélabo est 14,9X

ÉPILOGUE : LA SUITE DE L'HISTOIRE

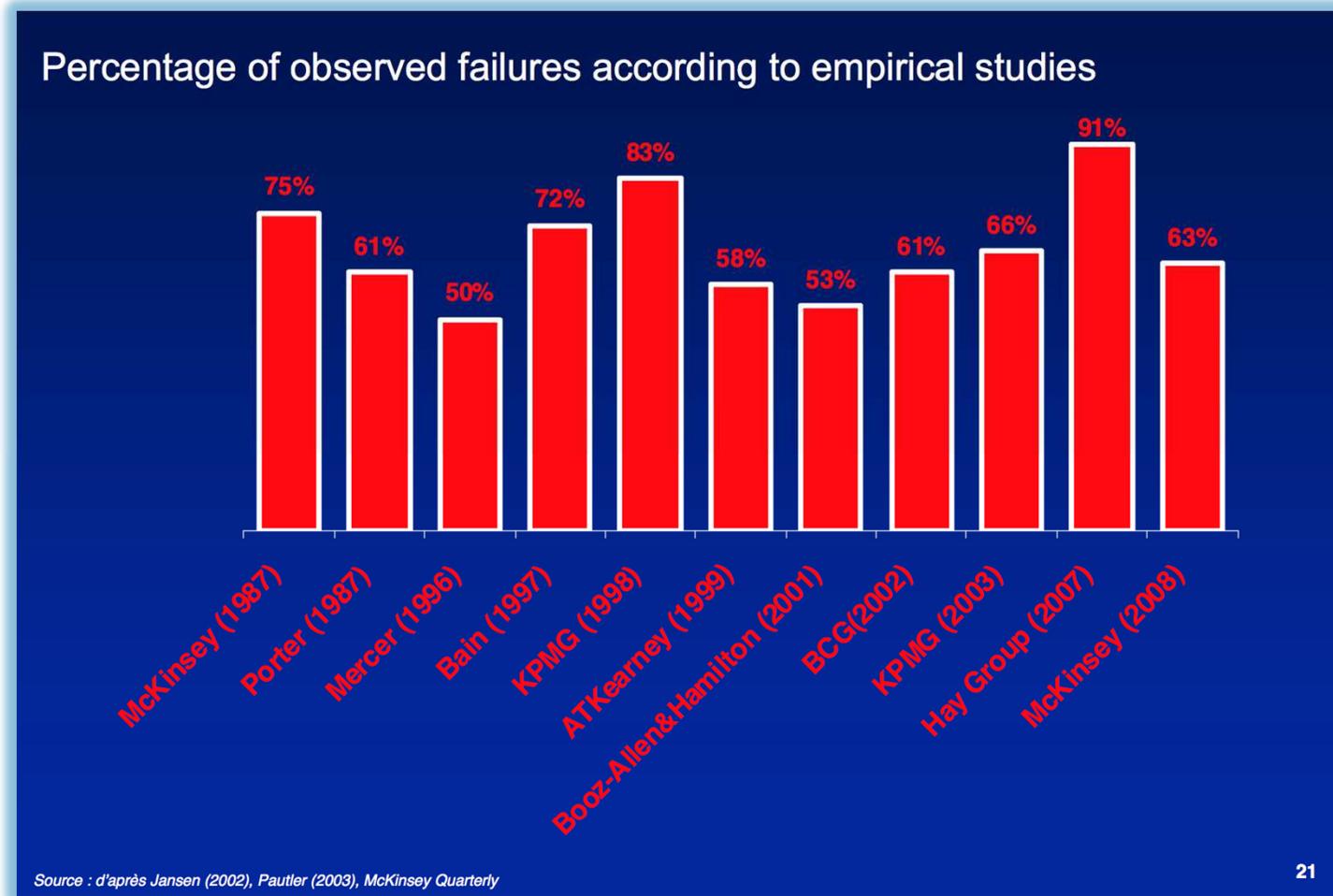
Cours boursier de Sanofi (2000-14)



Evolution du CAC 40 (2000-14)



ÉPILOGUE : IL N'EST PAS FACILE DE CRÉER DE LA VALEUR LORS D'UNE OPA

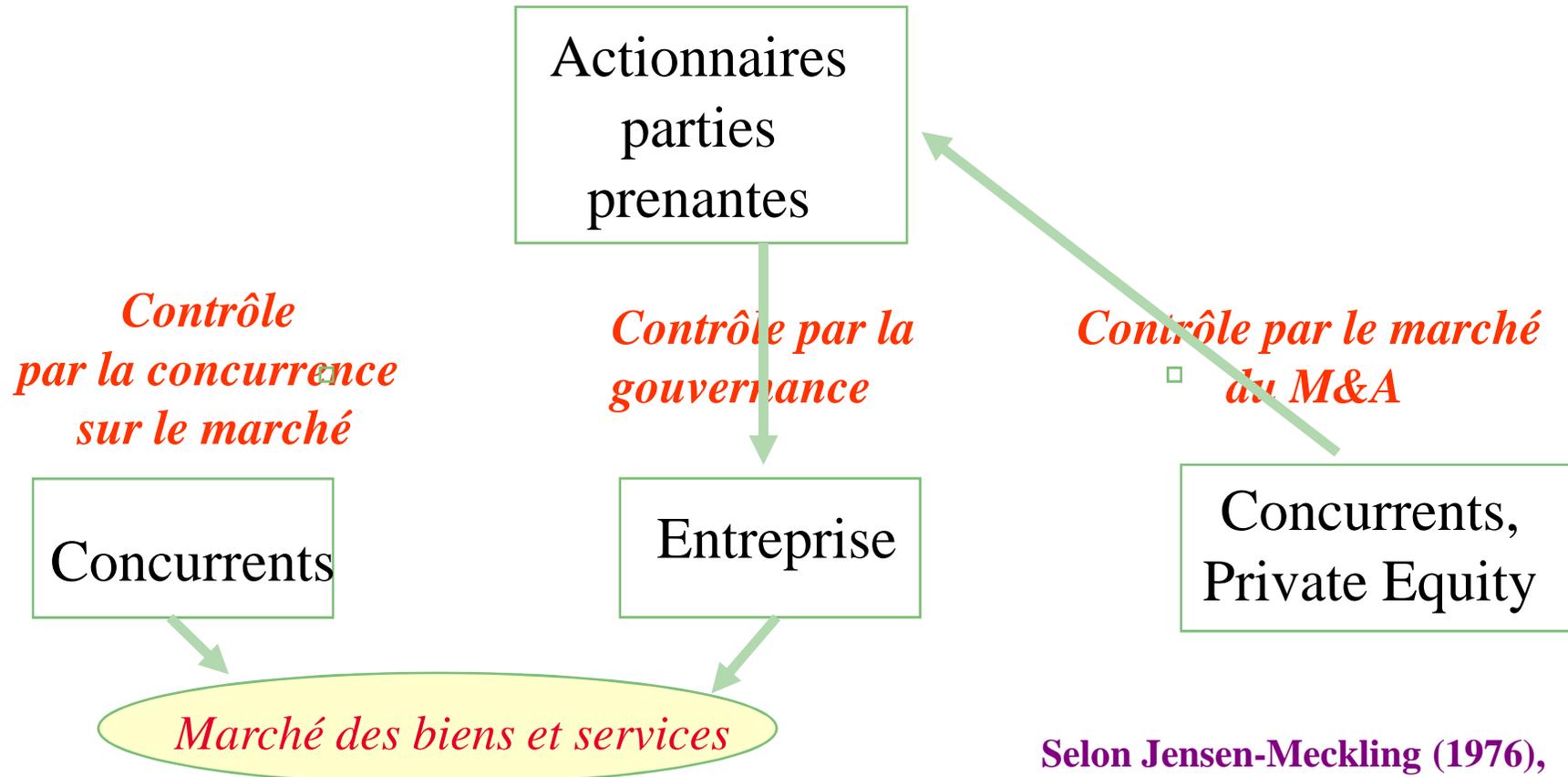


Source : Franck Ceddaha, Cours SciencesPo 2010-2011

|

Question n°8 :
Un autre destin était-il possible pour Aventis ?

LE M&A COMME MODE DE SURVEILLANCE DES ENTREPRISES

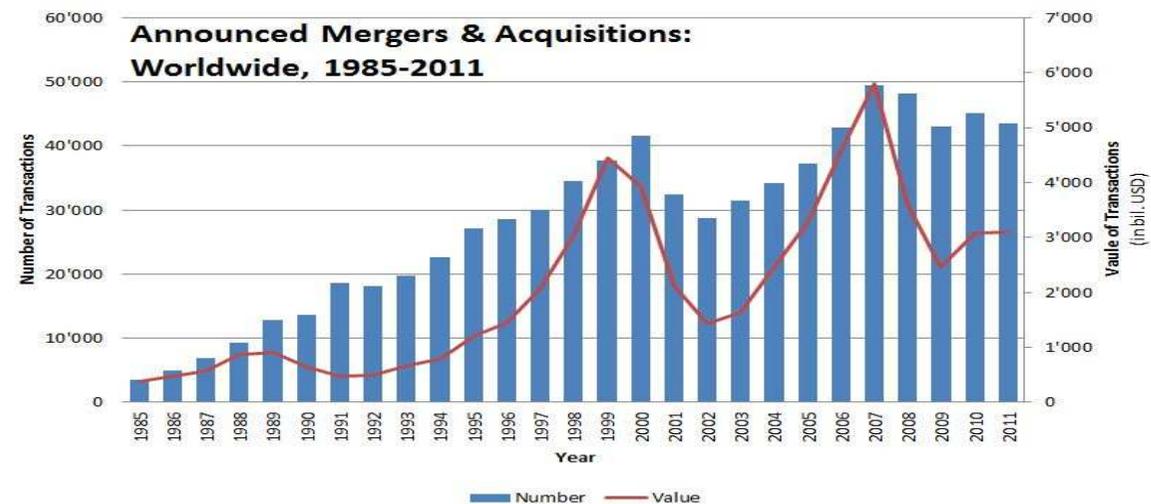


Selon Jensen-Meckling (1976), le M&A est plus efficace que la gouvernance dans la surveillance de la qualité de gestion.

LE M&A COMME OUTIL DE CONTRÔLE ET DE RESTRUCTURATION DES ENTREPRISES

Marché immense, forte croissance, avec des vagues ayant un lien fort avec les restructurations du capitalisme.

- La vogue puis la disparition des conglomérats (années 60, puis 70),
- Les grandes restructurations industrielles (horizontal / vertical) (70 puis 90)
- La première puis la seconde vague des LBO
- La crise financière de 2008-09

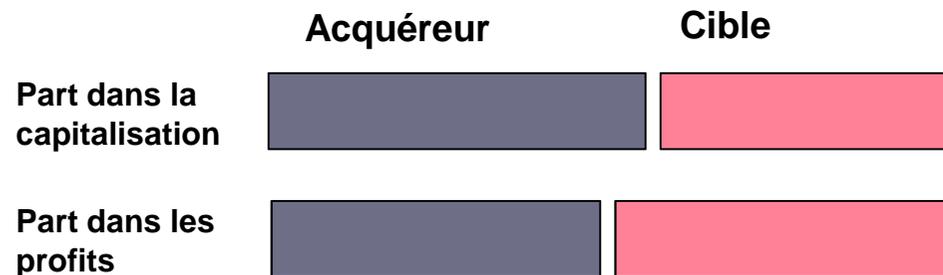


Annexe n°1 :
BPA et dilution
Synthèse

BÉNÉFICE PAR ACTION ET DILUTION

- Une acquisition de *C* par *A* est dilutive pour les actionnaires de *A*, si au terme de l'acquisition, le bénéfice par action de *A* est inférieur à ce qu'il était avant l'opération.
- L'acquisition sera au contraire *accrétive* ou *relative*, si le bénéfice par action de *A* (*BPA*) s'accroît du fait de l'opération.
 - Pour faire un tel calcul, il faut calculer l'impact de l'acquisition sur le compte d'exploitation et sur le bilan de l'acquéreur avant et après l'opération.
- Une acquisition par titre est relative pour *A* si le PE de la cible est inférieur au PE de *A*. C'est le cas au début de l'offre ; pas à la fin.

- Une acquisition par dette est relative pour *A* si le bénéfice de la cible > coût financier de l'acquisition.



Question : le critère du BPA est-il toujours pertinent ?

Ici, l'acquisition est dilutive (en profit) pour les actionnaires de l'acquéreur



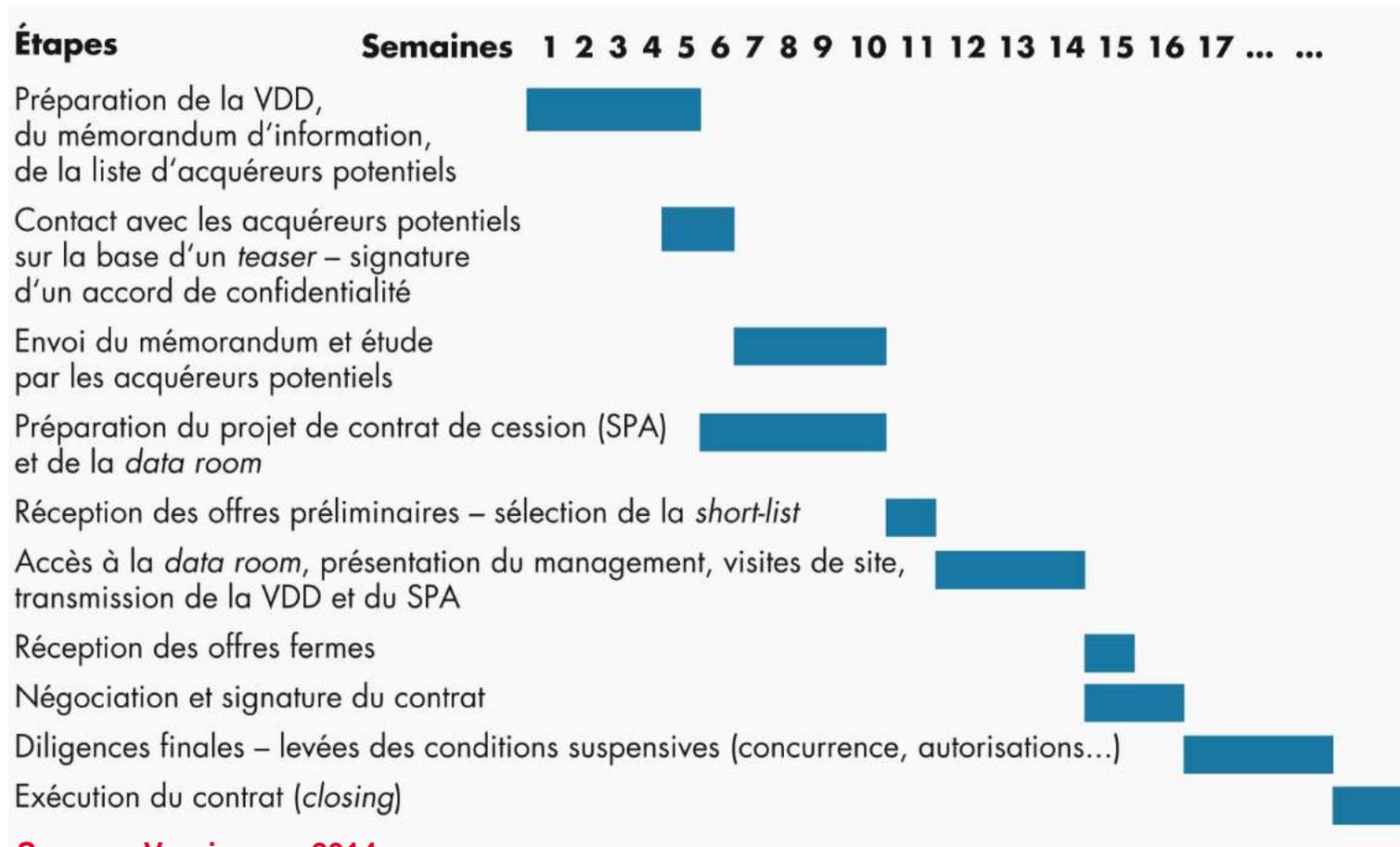
Annexe n°2 :
Un processus typique de vente
(pour les sociétés non cotées)

UN PROCESSUS TYPIQUE DE VENTE POUR LES SOCIÉTÉS NON COTÉES

- **Les processus de vente (pour les sociétés non cotées suivent de plus en plus une procédure industrialisée : l'open-bid**
 - Teaser
 - Memo de vente
 - Lettre d'intention → short list
 - Offre ferme + conditions
 - Levées des conditions suspensives → signature

- **Les conditions restrictives sont là pour compenser l'information incomplète et asymétrique. C'est une question de partage du risque.**
 - Diligence (pré-acquisition)
 - Noter la "vendor's due diligence"
 - Représentations
 - Garanties du passif (post-acquisition)
 - Autres modes du partage du risque : prix différé, paiement partiel, utilisation des options comme instruments

UN PROCESSUS TYPIQUE DE VENTE POUR LES SOCIÉTÉS NON COTÉES



Source : Vernimmen 2014



**Annexe n°3 :
Les 10 règles de base
d'un vendeur
(d'une société non cotée)**

LES 10 RÈGLES DE BASE DU VENDEUR D'UNE SOCIÉTÉ

- 1. Ne pas abandonner pour rien l'avantage de monopole du vendeur.**
- 2. Plus il y a de concurrents dans une enchère, plus en général le prix potentiel monte...**
- 3. ... mais l'information sur une entreprise, ça a de la valeur.**
- 4. La valeur d'une entreprise est inconnue, de l'acheteur, mais aussi du vendeur.**
- 5. Dans un contexte concurrentiel, le bon prix d'achat, ça n'est pas mon vrai prix, c'est le prix du concurrent juste derrière moi.**

LES 10 RÈGLES DE BASE DU VENDEUR D'UNE SOCIÉTÉ (SUITE)

- 6.** Il faut aider l'acheteur à s'assurer contre le risque de perdre. La *malédiction du perdant*.
- 7.** Donner des informations sur le prix, ça peut rassurer l'acheteur. La peur de payer trop cher peut desservir le vendeur.
- 8.** Même un deal privé avec un acheteur unique est un deal concurrentiel : le non-deal est toujours un concurrent.
- 9.** L'acheteur dit ne pas vouloir payer pour la synergie qu'il apporte lui-même. Faux ! Considérer ma situation de monopole, dit le vendeur... Ou bien faites une fusion avec moi, pour partager la prime de synergie.
- 10.** Eviter après les enchères de dévoiler à tous le résultat complet de la course. La *malédiction du gagnant*.



Annexe n°4 :
**Quelques règles boursières gouvernant les offres publiques
d'achat**

RÈGLES BOURSIÈRES EN MATIÈRE D'OFFRES PUBLIQUES

- **Si l'acquéreur et la cible sont cotés, des règles existent pour protéger les actionnaires :**
 - Régulation par l'AMF
 - Prix unique pour tous les actionnaires (traitement équitable)
 - Transparence :
 - Déclaration de franchissement de seuil de 5, 10, 15, 20, 25, 1/3, 50%, 2/3, 90, 95%
 - Déclaration d'intention de 10 à 25%
 - Publicité de l'opération (Information)
 - Libre jeu des offres et de leurs surenchères, par l'application de règles appropriées

- **Offre publique**
 - Volontaire (avec ou sans seuil de succès)
 - Obligatoire (seuil de 30% atteint ou 2% de plus pour l'actionnaire détenant de 30 à 50%)

RÈGLES BOURSIÈRES EN MATIÈRE D'OFFRES PUBLIQUES

▪ Les techniques

- Achat en bourse (constitution d'un bloc minoritaire)
- Action de concert : application de la réglementation à tous les actionnaires concernés
- Dans le cas d'acquisition en cash, on parle d'OPA (offre publique d'achat). Lors d'acquisition en titres, on parle d'OPE (offre publique d'échange). Possibilité d'une offre mixte

▪ Les défenses anti-OPA

- Séparation du pouvoir et du capital (droit de vote double, holding de contrôle, SCA, ADP)
- Contrôler les changements d'actionnariat (agrément, préemption)
- Renforcer les actionnaires fidèles (Augmentation de capital réservée ..)
- Tirer parti des réglementations (limitation de droit de vote, clauses de changement d'actionnaires, actifs stratégiques protégés ...)