

COMMENT ACHETER OU VENDRE UNE ENTREPRISE ?

Pascal Quiry

- 21 Février 2009 -

Ecole Supérieure Algérienne des Affaires

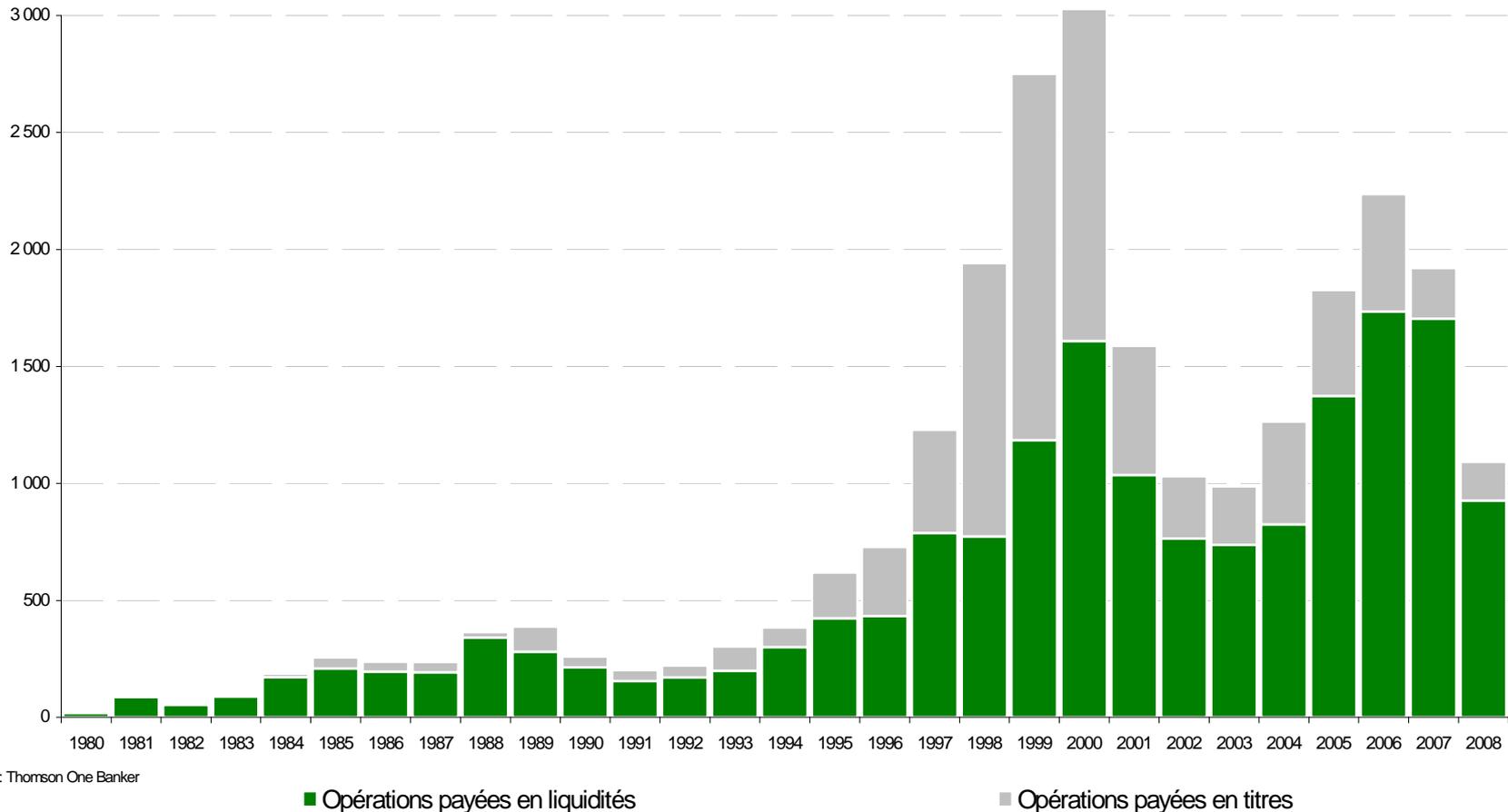
SOMMAIRE

❑ Quelques rappels	3
❑ Choisir une tactique de négociation	6
❑ Les enchères organisées	9
❑ Les enchères avec droit d'exclusivité	20
❑ Les négociations privées	22
❑ Les critères de choix	30
❑ Curriculum Vitae de Pascal Quiry	34

Quelques rappels

1. Les fusions – acquisitions se produisent par vague

Opérations de rapprochement dans le monde (en M€)



Source : Thomson One Banker



Quelques rappels

2. Les déterminants macro-économiques

- ❑ Les phases d'évolution technologique et d'innovation sont généralement suivies d'une période de rapprochement entre entreprises (Internet).
- ❑ Les entreprises sont soumises aux effets de changement d'échelle de leurs marchés pertinents (mondialisation).
- ❑ Les modifications de l'environnement juridique favorisent la restructuration des secteurs d'activité (dérèglementation, re-règlementation, privatisation).
- ❑ La montée en puissance des marchés financiers joue un rôle fondamental dans la restructuration des entreprises et a contrario leur fermeture !

Quelques rappels

3. Les déterminants micro-économiques

- ❑ L'absence de successeur au sein des entreprises familiales.
- ❑ Les évolutions de la stratégie d'un groupe.
- ❑ En augmentant leur taille et leur volume de production, les entreprises ont la capacité de diminuer leurs coûts. En effet, généralement, lorsque le volume de production cumulée double, le prix de revient unitaire baisse de 20 % (synergies de coûts).
- ❑ Les rapprochements d'entreprises permettent de gagner des parts de marché et de maximiser les revenus du groupe (synergies de revenus).
- ❑ Bien que plus risquées que la croissance interne, les fusions – acquisitions permettent de gagner un temps précieux.
- ❑ Grossir donne une assise suffisante aux entreprises pour pouvoir prendre de nouveaux risques dans la compétition mondiale.
- ❑ Les besoins de liquidité (surtout en ce moment).

Choisir une tactique de négociation

- ❑ Faut-il ou non avoir recours à un conseil (banque, cabinet spécialisé) ?
- ❑ Ils apportent :
 - ✓ Une connaissance du marché : qui est acheteur ?, à quel prix ?
 - ✓ Une compétence en ingénierie financière, fiscale, juridique qui facilite les rapprochements.
 - ✓ Un financement ou une assistance au financement (crédit, introduction en bourse).
 - ✓ Une assistance à la négociation qui protège l'acheteur ou le vendeur.
- ❑ Une rémunération forfaitaire et au succès liée à la taille de la transaction.

Choisir une tactique de négociation

❑ Choisir la technique de négociation

- La technique retenue doit viser à satisfaire les objectifs du vendeur : le prix, certains autres éléments.
- La vente constituant un signal négatif, le vendeur doit établir un discours crédible pour maîtriser cet impact.

❑ Maximiser la valeur

- Le prix est un élément primordial :
 - ✓ Ce prix doit être compris comme montant global de la transaction mais aussi en appréhendant l'ampleur des restrictions apportées par la partie adverse.
 - ✓ Ces restrictions sont principalement les clauses suspensives ou les clauses résolutoires, et les clauses de garantie.
- D'autres éléments peuvent être d'importance :
 - ✓ Nombre d'acquéreurs potentiels identifiés : un élément essentiel dans le choix de la technique de négociation.
 - ✓ Confidentialité et délais.
 - ✓ Exigences spécifiques.

Choisir une tactique de négociation

□ Les techniques de négociation

- Elles peuvent être classées en trois familles :
 - ✓ Les enchères organisées.
 - ✓ Les enchères avec droit d'exclusivité.
 - ✓ Les négociations privées.

- Chaque négociation étant unique, la technique employée pour négocier ne sera qu'une variante des familles retenues, avec des spécificités plus ou moins importantes.

- Au cours d'un mandat, une technique pourra être délaissée au profit d'une autre.

- Toute technique utilisée recèle une **dimension de négociation privée**.

Les enchères organisées

□ Procédure

- La phase analytique :
 - ✓ Elaboration de l'*information memorandum*.
 - ✓ Evaluation de la société.
 - ✓ Mise en place de la stratégie (écueils possibles, solutions envisagées).
- La phase pré-contractuelle :
 - ✓ Sélection des interlocuteurs.
 - ✓ Préparation et distribution de l'*information memorandum* après signature des lettres de confidentialité.
- La phase de négociation :
 - ✓ Elaboration d'une liste réduite à partir des offres indicatives (*non-binding*) transmises par les sociétés.
 - ✓ Identification de l'interlocuteur le plus approprié : un accès plus larges à la société lui est ouvert (*due-diligence*).
 - ✓ Signature contractuelle, avec élaboration de clauses suspensives et résolutoires.
- La phase d'exécution des accords.

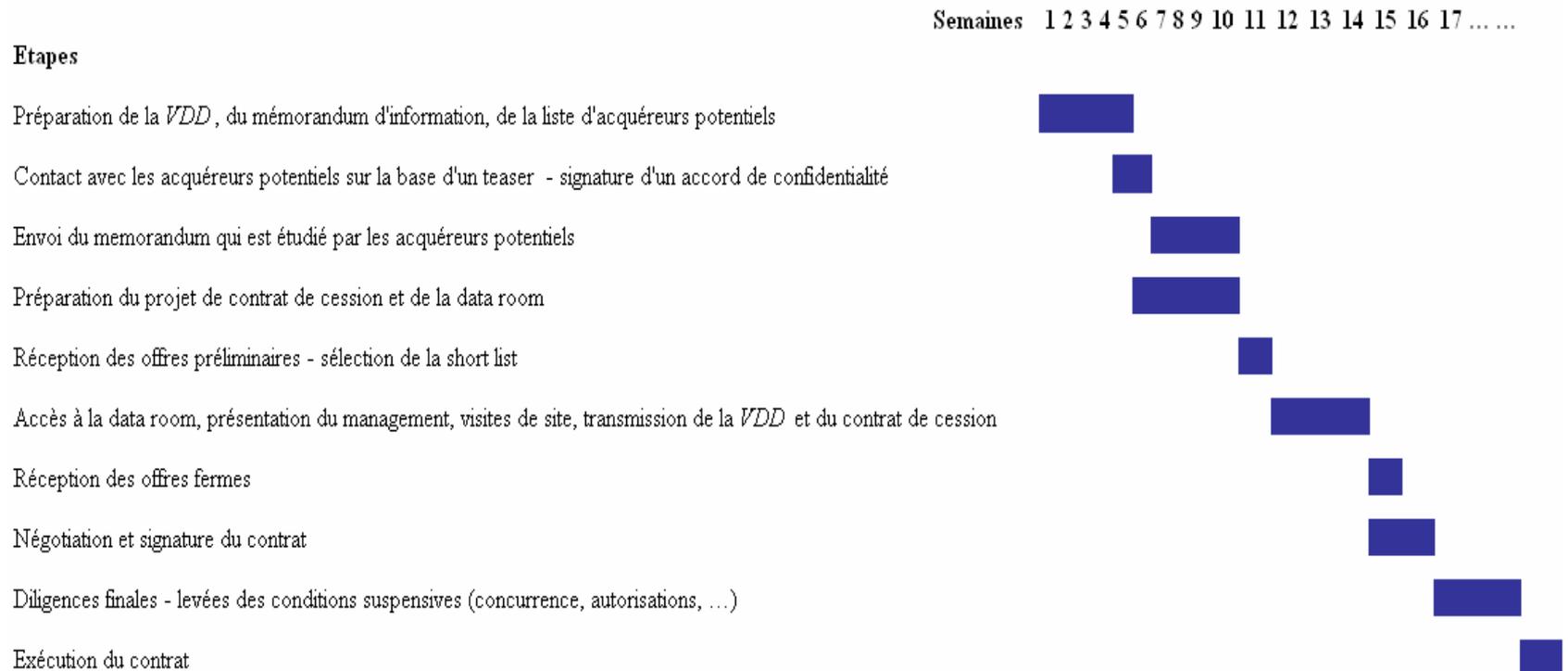
Les enchères organisées

□ Impératifs

- Avoir un nombre suffisant d'interlocuteurs intéressés.
- Le processus doit être :
 - ✓ Strictement structuré.
 - ✓ Limpide et juste pour tous (ou ressenti comme tel).

Les enchères organisées

- ❑ Le calendrier type d'une enchère se déroule sur 3 à 5 mois entre la décision de céder et la réalisation de l'opération, voire moins pour des cessions entre fonds d'investissement, et plus dans la conjoncture actuelle.



Les enchères organisées

□ Avantages

- Le vendeur garde la main dans ce processus jusqu'à la signature du contrat.
- La procédure offre l'opportunité de contacter un nombre important d'acquéreurs potentiels, aux profils variés.
- La compétition instaurée peut engendrer une maximisation du prix au-delà des attentes : la procédure exacerbe la concurrence.
- La rigidité du calendrier évite que les négociations ne s'enlisent.
- Les Anglo-Saxons ont une culture qui les met à l'aise confrontés à cette technique de négociation. Les Européens s'y sont habitués.
- Importance du paramètre financier dans le processus de négociation.

Les enchères organisées

❑ Inconvénients

- Les enchères organisées n'offrent pas toutes les garanties de confidentialité : cela peut s'avérer perturbant pour les employés de la société concernée et affecter le cours de bourse de la société mandante. En outre, si les dirigeants de l'entité concernée ne sont pas associés au processus, ils peuvent adopter une attitude négative face à la négociation.
- Tout échec de la procédure aura un retentissement important sur l'objet :
 - ✓ Sa réputation est mise en cause.
 - ✓ Son refinancement éventuel risque d'être plus difficile.
 - ✓ Ses clients et fournisseurs peuvent s'inquiéter.
- Il existe toujours un risque non négligeable que les acheteurs en phase finale se concertent.
- A déconseiller lorsque la situation financière de l'objet et / ou des actionnaires est très fragile.

Les enchères organisées

- En théorie, la flexibilité de cette technique de négociation est extrêmement réduite :
 - ✓ Le respect des délais fixés est impératif pour conserver le contrôle de la procédure. En cas de non respect des délais, l'acheteur est en position de force car il sait que l'intérêt de la concurrence pour la cible n'est pas suffisant pour l'exclure de l'enchère.
 - ✓ La flexibilité du processus réside dans la possibilité d'interrompre les enchères organisées au profit d'une autre forme de négociation. Pour cela, il convient dès le départ de conserver toute latitude de manoeuvre.

- Dans l'exécution, toute enchère aboutit au final à négocier avec un interlocuteur unique. Il faut donc particulièrement bien se préparer pour éviter qu'il tente de renégocier ses engagements initiaux, pour les prétextes les plus variés (audit préalable, ...).

Les enchères organisées : détails des trois phases

□ La phase analytique

- Etude détaillée de la société :
 - ✓ Présentation de l'entreprise (dirigeants, employés, relations commerciales, ...).
 - ✓ Analyse financière (bilan, compte de résultat, tableau de financement) et boursière si la société est cotée.
- Evaluation en profondeur de la société : due-diligence pour la banque conseil, cette étude est rarement communiquée en bloc.
 - ✓ Cette évaluation sera une référence utilisée lors des négociations, sans exclure la possibilité qu'un acquéreur potentiel perçoive une valeur stratégique supérieure.
- Base de la phase pré-contractuelle :
 - ✓ L'ensemble des travaux effectués lors de la phase analytique permettent de rédiger le document d'information.
 - ✓ Cette phase initiale permet de cerner les problèmes envisageables, et de définir la stratégie de vente à suivre lors de la phase pré-contractuelle.

Les enchères organisées : détails des trois phases

□ La phase pré-contractuelle

- Recherche des candidats :
 - ✓ Analyse approfondie des interlocuteurs envisagés.
 - ✓ Classification selon le degré de motivation et accord du mandant sur la liste retenue.
 - ✓ Etablissement le cas échéant de 2 listes (Liste A et Liste B) mais il faut aller jusqu'au bout de la logique et contacter rapidement les candidats.

- Premiers contacts :
 - ✓ Un document sommaire est remis aux candidats les plus motivés et a pour objectif d'exclure les simples curieux. Il s'agit d'un *blind memo*, où le nom de la société à vendre n'apparaît pas.
 - ✓ Le document doit contenir suffisamment d'informations pour inciter les candidats à signer la lettre de confidentialité, qui leur permettra de recevoir le document d'information (*Information Memorandum*).

Les enchères organisées : détails des trois phases

- Etude du document d'information par les acheteurs potentiels retenus :
 - ✓ Les candidats intéressés doivent remettre une lettre d'intention précisant :
 - leur intérêt, les intentions stratégiques et la politique envisagée pour les appliquer ;
 - le financement choisi, les autorisations nécessaires ;
 - toute autre information jugée utile par le mandant ou son conseil.
 - ✓ Cette offre est indicative (*non-binding*) mais doit préciser dans quelles conditions elle sera liante (*binding*).
 - ✓ La viabilité des offres peut alors être sérieusement étudiée, et une liste réduite peut être établie.

Les enchères organisées : détails des trois phases

□ La phase de négociation

- La data-room :
 - ✓ Les acheteurs sélectionnés accèdent à la *data-room*.
 - ✓ A ce stade, les candidats peuvent rencontrer le management de la société.

- La première “due-diligence” permet de vérifier (audit financier, juridique et opérationnel) que les informations fournies par la société sont sincères, honnêtes et précises.
 - ✓ Une offre définitive est exigée.

- Signature du contrat final.

□ La phase d'exécution du contrat

- La due-diligence est une occasion ou un prétexte pour négocier l'accord issu de la première phase de négociation.

Les enchères organisées : data-room

❑ Objectifs

- Permettre aux interlocuteurs d'étudier les documents qu'ils requièrent pour se faire une image précise de l'entreprise mandante et leur permettre de faire une offre ferme.

❑ Contenu

Liste des actionnaires
Litiges ou réclamations concernant les actions
Statuts ou extrait K bis de la société
Personnel : Liste du personnel Prêts octroyés au personnel Avantages particuliers octroyés au personnel Conventions collectives - Règlements intérieurs Régime de prévoyance et de retraite, golden parachute
Etats financiers de la société : Comptes sociaux et consolidés Budgets passés, programmes d'investissement Pratiques d'amortissement, de provisionnement ... Plan stratégiques (à 5 ans généralement) Comptabilité analytique
Litiges avec l'administration fiscale ou la Sécurité Sociale
Accords avec le garant ou avec des sociétés du groupe
Litiges et procédures, risques écologiques
Liste des droits de propriété industrielle ou intellectuelle de la société

Filiales et participations
Garanties et cautions
Police d'assurance
Banques : Signatures bancaires Relations avec les banques (ancienneté, lignes, ...)
Contrats : Contrats importants pour la société Contrats susceptibles d'être modifiés, résiliés en cas de réalisation de la transaction Contrats éventuels avec les collectivités locales Baux, surtout lorsque les actionnaires sont propriétaires à titre personnel des actifs immobiliers
Engagement hors bilan
Créances clients
Actifs : Achats et cessions d'actifs Eléments de stock faisant l'objet d'une clause de réserve de propriété
Liste des événements ou circonstances susceptibles d'affecter le patrimoine de la société

- Et tous les autres documents et informations qui facilitent le déroulement de la data-room.

Les enchères avec droit d'exclusivité

□ Procédure

- La procédure débute comme les enchères organisées.
- La phase analytique :
 - ✓ Elaboration du document d'information.
 - ✓ Evaluation de la société.
 - ✓ Mise en place de la stratégie (écueils possibles, solutions envisagées).
- La phase pré-contractuelle :
 - ✓ Sélection des interlocuteurs.
 - ✓ Préparation et distribution du document d'information après signature des lettres de confidentialité.
 - ✓ A tout moment, un candidat peut interrompre le processus des enchères en réclamant une période d'exclusivité (*preemptive bid* ou enchères avec droit d'exclusivité selon que la demande est faite avant ou après le lancement des enchères). Pour cela, la base de la négociation doit être clairement définie : le prix et les clause délimitant ce droit d'exclusivité.

Les enchères avec droit d'exclusivité

- La phase de négociation :
 - ✓ Un accès à l'information plus large est donné à l'interlocuteur qui bénéficie du droit d'exclusivité.
 - ✓ Si la période d'exclusivité s'achève sans signature définitive, les négociations se poursuivent comme pour les enchères organisées.

Les négociations privées

□ Procédure

- La phase analytique :
 - ✓ Elaboration du document d'information (celle-ci est plus succincte dans le cas de négociations privées).
 - ✓ Evaluation de la société : celle-ci doit tenir compte du nombre d'acheteurs potentiels identifiés. On doit également étudier les éventuelles synergies, la date à laquelle le conseil arrive dans la négociation et certaines spécificités comme des prix industriels définis et normés (exemple : chimie).
 - ✓ Mise en place de la stratégie de négociation (écueils possibles, solutions envisagées) : **créer des dates butoirs crédibles**.
 - ✓ Prise de contact avec le ou les interlocuteur(s) envisagé(s).
- La phase pré-contractuelle :
 - ✓ Fournir l'information à la demande, après signature des lettres de confidentialité.
 - ✓ Participation aux négociations des actionnaires et / ou des gérants de l'objet (le conseil doit exercer un **contrôle** en assistant à tous les contact).

Les négociations privées

- La phase de négociation :
 - ✓ Accès plus large à la société : on peut réduire l'importance des clauses suspensives en permettant des mesures ponctuelles de due-diligence.
 - ✓ Signature contractuelle, avec élaboration éventuelle des clauses suspensives et résolutoires.

Les négociations privées

□ Impératifs

- A la différence des enchères organisées, aucun calendrier rigide n'est réellement défini, sauf à donner des dates butoirs crédibles.
- Il faut donc définir une tactique de négociation crédible.
- L'interlocuteur doit se croire en situation de concurrence (il est possible de prétexter une stratégie du vendeur) : de ce fait, les enchères bilatérales stricto sensu n'existent pas.
- S'il se révèle un nombre suffisant de candidats intéressés, il ne faut pas hésiter à suspendre les négociations pour passer à un processus d'enchères : de toute manière, il faut donc savoir rompre des négociations.
- Associer le management aux négociations est un puissant facteur de succès, s'il a une attitude positive :
 - ✓ Les informations recueillies sont encore plus pointues.
 - ✓ Une attitude positive face à la vente rassure le candidat.

Les négociations privées

- La qualité de l'actif joue un rôle déterminant dans le processus :
 - ✓ Moyennement intéressant, et perçu comme tel par le candidat, l'actif risque d'être faiblement valorisé.
 - ✓ Un très bel actif peut inciter le candidat à faire une proposition suffisamment attractive pour désarmer toute tentative de discussion.
- Respecter les contraintes du secteur :
 - ✓ Dans les secteurs très pointus, tous les acteurs se connaissent. Tout cessionnaire souhaite généralement de la discrétion.
 - ✓ Certains secteurs sont suffisamment sensibles pour qu'une vente aux enchères soit nuisible à la société.
- Respecter les positions du mandant :
 - ✓ Les sociétés sont rarement cotées mais la maximisation du prix reste un argument essentiel.
 - ✓ L'attachement à la pérennité de l'entreprise est forte, même si les fondateurs quittent complètement le capital.

Les négociations privées

□ Avantages : ou comment susciter l'appétence des acheteurs ...

- La procédure est extrêmement souple :
 - ✓ Il ne doit pas être forcément indiqué que la société est en vente, pour pouvoir le démentir à tout moment.
 - ✓ Le calendrier peut être plus ou moins rigide.
 - ✓ Les négociations bilatérales peuvent être interrompues facilement.
 - ✓ Les négociations privées sont utiles lorsque l'on ignore l'intérêt que suscitera la société à vendre :
 - ce qui est d'autant plus vrai pour les PME ;
 - lorsque la société n'occupe pas vraiment une position stratégique dans son secteur.
- Une autre technique de négociation peut facilement lui être substituée.
- Le dossier donné aux acquéreurs intéressés sera moins formalisé et plus général. Grâce aux questions des intéressés, on pourra préciser la valorisation et prendre en compte les synergies que les acquéreurs vont apporter.

Les négociations privées

- La mise en place de technique d'ingénierie pouvant favoriser le rapprochement des deux parties.
- En cas d'échec, il sera plus facile d'en réduire les effets négatifs.
- Une confidentialité maximale :
 - ✓ Un nombre minimum de candidats potentiels sont contactés.
 - ✓ Le risque que les candidats se concertent est écarté, puisqu'ils ignorent le nombre et le nom de leurs concurrents.
 - ✓ Le traumatisme subi par la société mandante est réduit à la fois en raison de la confidentialité qui entoure les négociations, mais aussi grâce au caractère informel des premiers contact.
- Une confiance instaurée :
 - ✓ La partie adverse apprécie cette procédure. Elle peut négocier avec une certaine quiétude.

Les négociations privées

❑ Inconvénients

- La procédure est moins contraignante que les autres procédures évoquées. Mais il reste possible de menacer les acquéreurs intéressés :
 - ✓ D'une signature proche avec d'autres acquéreurs.
 - ✓ D'une mise aux enchères.
 - ✓ D'un changement de stratégie (cf. tactique de négociation).

- Une maximisation du prix aléatoire : tout dépend de l'intérêt que l'on parvient à susciter parmi les interlocuteurs
 - ✓ La concurrence étant écartée, la partie adverse aura généralement tendance à minimiser sa proposition et à accroître l'amplitude des clauses restrictives (possibilité d'indiquer au client qu'en cas d'offre insuffisante, une enchère pourra être organisée).

Les négociations privées

- Une procédure qui peut susciter des regrets : on ne saura jamais si on a obtenu le meilleur prix.

- Enlisement possible du processus :
 - ✓ Les négociations risquent de se prolonger abusivement, d'autant plus si la partie adverse se sent en position dominante.
 - ✓ L'équipe dirigeante pourrait envisager de privilégier ses propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires.

Les critères de choix

□ Il est possible de retenir six critères qui déterminent le choix final

- Le nombre d'acheteurs potentiels.
- La concurrence perçue par les acquéreurs.
- Le degré de confidentialité requis.
- L'échéance à respecter.
- La qualité de l'objet (déconseiller la vente aux enchères d'une entreprise en difficulté).
- La complexité du dossier.
- Ces six critères majeurs ne sont pas rangés par degré d'importance (chaque dossier est unique). En revanche, il apparaît que le premier (le nombre d'acheteurs potentiels) conditionne systématiquement la décision qui sera prise en définitive.

Les critères de choix

□ Le nombre d'acheteurs potentiels

➤ Les opérateurs industriels :

- ✓ Il est indispensable de recenser correctement les interlocuteurs susceptibles de s'intéresser à la cible.
- ✓ Il faut déterminer lesquels sont les plus capables de dégager des synergies industrielles, ou, pour diverses raisons, lesquels auront un intérêt fondamental à s'intéresser à l'offre.

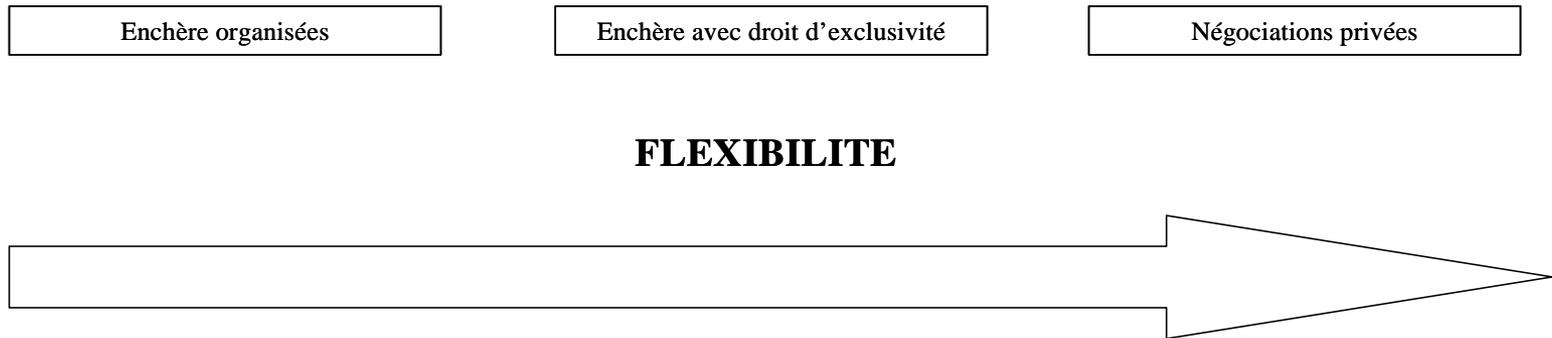
➤ Les interlocuteurs financiers :

- ✓ En toute logique, ils ne devraient pas pouvoir surenchérir sur les industriels car ils ne vont pas créer de synergie industrielle, mais ils peuvent fortement accroître la motivation des dirigeants (intéressement à la plus-value) et donc la capacité future de l'entreprise à être mieux gérée.

Les critères de choix

□ La flexibilité des procédures de négociation

- Il est possible de classer les trois familles suivant leur degré de flexibilité :



- La flexibilité de la procédure de négociation se détermine à deux niveaux :
 - ✓ De manière interne à la technique : les négociations privées offrent une grande souplesse dans leur mode d'utilisation.
 - ✓ De manière externe: la technique offre-t-elle aisément la possibilité d'en choisir une autres (il est facile d'interrompre des négociations privées pour mettre en place des enchères organisées).

Les critères de choix

□ Les autres critères fondamentaux

- Suivant les exigences du vendeur et les impératifs du dossier, certains critères apparaîtront plus importante que d'autres.
- Les critères peuvent être contradictoires, le vendeur doit en être pleinement conscient : négociations abrégées et maximisation du prix sont difficilement conciliables.

Les critères de choix

□ Conclusion

- Il n'y a pas une méthode de vente supérieure à une autre dans l'absolu.
- Chaque situation nécessite une réflexion ad hoc et une préconisation ad hoc.
- Une seule constante : les conseils sont très utiles !

Curriculum Vitae de Pascal Quiry (1/2)

- ❑ 46 ans. Marié et père de quatre enfants. Diplômé d'HEC Paris en 1984.
- ❑ Depuis 1986, enseigne la finance à HEC Paris (grande école, MBA et executive education) en tant professeur affilié avec la responsabilité des cours de finance en seconde année (équipe pédagogique de 15 personnes).
- ❑ Co-auteur des 5 dernières éditions de l'ouvrage de finance le plus vendu en français (Finance d'entreprise Pierre Vernimmen, Dalloz), de son site internet (www.vernimmen.net), de sa lettre mensuelle d'information (40 000 abonnés) ; de l'édition anglaise du Vernimmen (Corporate Finance, Theory and Practice – Wiley 2005 et 2009), du site www.vernimmen.com et de la Vernimmen.com Newsletter (5 000 abonnés) ; et directeur de collection aux éditions Dalloz et à Crossknowledge (e-learning).
- ❑ Articles réguliers dans Option Finance, Les Echos et Echanges (revue de l'association des directeurs financiers). Arbitre pour la revue Bankers, Markets and Investors.
- ❑ Entré à BNP Paribas en 1986 en tant qu'enseignant de finance au Centre de formation interne. En 1989, rejoint le Département Industriel (gestion des participations dans des sociétés industrielles, devenu depuis PAI) et en 1993 le département Corporate Finance à sa création.
- ❑ Au sein du département Corporate Finance, responsable des opérations de fusions et acquisitions dans le secteur Media - Communication jusqu'en 1998, puis co-responsable de l'équipe Advisory for Listed Companies et de l'équipe Business Valuation. Depuis 2007, responsable des équipes européennes d'exécution. Managing director et membre du comité exécutif du département Corporate Finance de BNP Paribas.



Curriculum Vitae de Pascal Quiry (2/2)

- ❑ Les principaux dossiers traités des cinq dernières années ont été :
 - la fusion Alcatel / Lucent, celle d'Esso France avec Mobil France ;
 - la réorganisation de l'actionnariat d'Axa par la fusion avec Finaxa ;
 - la réorganisation de l'actionnariat de L'Oréal par la fusion avec le groupe Gesparal ;
 - le rachat par Suez des actionnaires minoritaires d'Electrabel ;
 - l'offre de Sanofi – Synthélabo sur Aventis, de Pernod Ricard sur Allied Domecq,
 - les rachats par Bic, Axa, Michelin des actionnaires minoritaires de leurs filiales américaines et suisses ;
 - la scission d'Arkema de Total.

- ❑ Administrateur de Broceliand et Sofigie 2, membre de l'Association Française de Finance, de l'American Finance Association, fondateur et ancien administrateur de la Société Française des Evaluateurs (SFEV).