



MONTAGES ET INGENIERIE FINANCIERE

**LES OPÉRATIONS DE
RESTRUCTURATION : FUSION,
APPORTS PARTIELS ET SCISSIONS**

Pr. Youssef ALAMI

Les Formes de restructuration des entreprises

- Les fusions;
- L'apport partiel;
- Les scissions.

La notion de fusion

Définition de l'opération de fusion :

La fusion est une opération de restructuration du capital par laquelle une ou plusieurs sociétés se réunissent pour n'en former qu'une seule société.

La fusion est une technique par laquelle deux ou plusieurs sociétés transmettent leur patrimoine soit à une nouvelle société soit à une société déjà existante.

La fusion est une opération dans laquelle **la rémunération se fait sous forme des titres et non pas en espèce.**

Toute opération de cession de titres d'une entreprise à une autre moyennant la liquidité c'est une simple opération de cession et non une fusion. Pour qu'il y ait fusion, il faut que les actionnaires de la société **absorbée** deviennent actionnaires de la société **absorbante.**

La fusion s'analyse comme une réunion au sein d'une même société des actifs et des dettes des deux sociétés objets du rapprochement.

BN : Dans l'opération de rapprochement, le versement d'espèces ne doit pas dépasser 10% de la valeur des actions de la société absorbée pour être considérée comme opération de fusion.

Finalités et typologie de fusion

- ❑ La fusion Horizontale
- ❑ La fusion Conglomérale
- ❑ La fusion Verticale

La fusion Horizontale

Cette catégorie de fusion est réalisée par **deux sociétés relevant d'un même secteur d'activité** qui cherchent à travers la synergie de réaliser une stratégie de spécialisation.

Il s'agit du rapprochement pour réaliser des économies d'échelle à travers :

- *une meilleure répartition des charges fixes de production,*
- *une réduction des coût variables par le regroupement de la production,*
- *une économie due aux effets d'expérience qui se traduit par un phénomène d'apprentissage (organisationnel et technique).*

La fusion Conglomérale

Cette catégorie de fusion est réalisée par **deux sociétés relevant de branches d'activités différentes**. Par cette opération on va réunir des activités variées qui n'ont aucun lien opérationnel entre elles.

La finalité de cette fusion est la réduction des risques à travers le phénomène de diversification des métiers et du portefeuille d'activités.

Ces fusions sont purement financières et peu porteuses de synergies opérationnelles. Elles entraînent des difficultés quant à la mesure des performances de la société ayant diverses activités hétérogènes.

La fusion Verticale

Cette typologie de fusion peut être réalisée *entre un fournisseur et son client ou entre un donneur d'ordre et son sous-traitant* : Il s'agit d'une opération qui permet à l'acquéreur – absorbeur de se rapprocher des matières premières ou du consommateur final.

Il peut s'agir aussi de l'absorption de filiales par des sociétés mères, ou l'inverse.

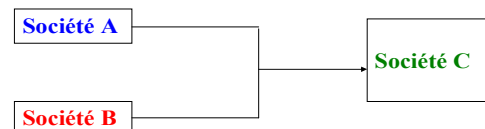
Techniques de rapprochement ou de fusion

- ❑ La fusion – Réunion
- ❑ La fusion – Absorption
- ❑ L'apport de titres
- ❑ L'apport partiel d'actif

La fusion – Réunion :

Il s'agit d'une fusion donnant lieu à une société entièrement nouvelle que les deux entreprises objets du rapprochement constituent.

C'est une opération par laquelle deux ou plusieurs sociétés se dissolvent (disparaissent) pour former une nouvelle société qui reprend la totalité de leur patrimoine.

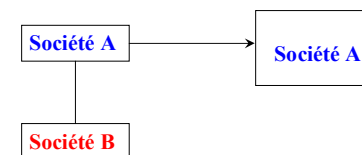


La société C reçoit, à titre d'apport, tout le patrimoine des sociétés A et B, qui se trouvent ainsi dissoutes.

La fusion – Absorption (de B par A):

Il s'agit d'une fusion donnant lieu à une absorption d'une (des) entreprise(s) par une autre société. Ainsi, la société absorbante reçoit les actifs et les dettes de la (des) société (s) absorbée (s).

Une société absorbante A reçoit les éléments d'actif et du passif du patrimoine de B. Ainsi le passif de la société absorbée est pris en charge par la société absorbante.



La société A reçoit, à titre d'apport, tout le patrimoine de la société B. la société B va disparaître et la société A va accroître ses capitaux propres par ceux de la société B.

Juridiquement et fiscalement, la fusion absorption s'analyse comme un apport d'actifs sous déduction des dettes (*situation nette comptable*), rémunéré par émission de nouvelles actions réparties entre les actionnaires de la société absorbée.

L'apport de titres (apport des actions de B à A):

Il s'agit d'un apport des actions d'une société B à une société A en contre partie d'une rémunération par les titres de la société A. Ainsi, les actionnaires de B deviennent des actionnaires de A.

Par cette opération les deux sociétés subsistent et la société B devient une filiale de A.

Pour les sociétés cotées en bourse, cette opération d'apport de titre prend la forme d'une offre publique d'échange (OPE).



La société A réalise une augmentation de ses capitaux propres grâce à ceux de B, cependant la société B subsiste (Pas de disparition de B)

L'apport partiel d'actif (apport de la totalité des actifs de B à A):

Il s'agit d'une opération par laquelle une société B fait apport à une société A une partie de ses éléments d'actif (et de passif) et reçoit, en échange, des titres émis par la société A.

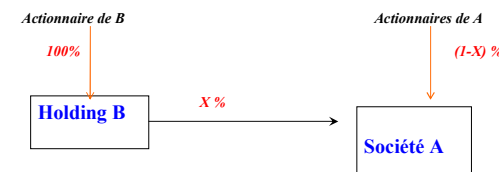
A la différence d'une fusion, les actionnaires de la société absorbée B reçoivent des actions de la société absorbante A. dans le cas de l'apport partiel, les actionnaires ne reçoivent rien, c'est leur société qui reçoit.

- > Dans l'apport partiel les actionnaires de B restent actionnaires de B qui deviennent elle-même actionnaires de A
- > Dans la fusion, les actionnaires de B deviennent directement actionnaires de A.

L'apport partiel d'actif (suite)

Si la société B apporte tous ses actifs à la société A, B devient une Holding et, selon l'importance de son apport, B peut prendre le contrôle de A.

Cette technique est souvent utilisée dans la restructuration des groupes pour permettre de filialiser des activités.



La société B apporte ses actifs et passifs exigibles à A. les capitaux de A s'accroissent de ceux de B; mais les actionnaires de B restent actionnaires de B, devenue société Holding.

Illustration des différentes techniques de fusion

Pour simplification pédagogique, nous supposons que les deux entreprises sont à leurs prix d'équilibre et que la fusion ne dégagera pas de synergie et donc pas d'accroissement de la valeur résultant de la fusion.

Les caractéristiques des sociétés A et B se présentent ainsi :

Société	Valeur actif économique	Valeur des capitaux propres retenue dans la fusion
Société A	1000 M	550 M
Société B	600 M	475 M

Déterminer les résultats des rapprochements suivants :

- 1) *Acquisition de B (Acquisition financée par dettes et non par augmentation du capital)*
- 2) *Fusion Absorption de B*
- 3) *Apport de la totalité des actifs de B*
- 4) *Apport d'actions de B.*

Compléter le tableau suivant :

	Acquisition de B	Fusion-absorption de B	Apport d'action de B à A	Apport des actifs et passif de B à A
Valeur économique de A (devenue A+B)	1 600	1 600	1 600	1 600
Valeur des capitaux propres de A				
Part des actionnaire de A dans A				
Part des actionnaire de B dans A				

Questions de Synthèse

1) Quelle est la différence entre la fusion et la cession pour chacune des parties suivantes :

- ❖ l'actionnaire de la société absorbée
- ❖ la société absorbante (initiatrice)
- ❖ l'actionnaire de la société absorbante
- ❖ la société absorbée(cible)

2) A l'opposé de la cession, dans le cadre de la fusion pourquoi il y a augmentation du capital ?

3) Selon vous quelles sont les motivations d'une fusion et celle d'une cession ?

4) Selon vous, un actionnaire qui contrôle 51% d'une société, préfère que cette société achète une autre société ou bien fusionner avec elle ?

Mécanisme de la fusion : Parité d'échange et poids relatif

Une fois les sociétés objets du rapprochement valorisées, reste à déterminer la parité d'échange. Cette parité correspond au **nombre d'actions de l'absorbante (l'initiatrice) qu'il faut créer pour les échanger contre les actions de l'absorbée (la cible).**

La réalisation de la fusion au sens générique du terme nécessite la détermination de la **Parité d'échange**, il s'agit du nombre d'actions que la société absorbante (bénéficiaire des apports) doit émettre pour rémunérer une action de la société absorbée (apporteuse).

Deux cas de figure à distinguer pour la détermination de cette parité d'échange :

•Les sociétés objets du rapprochement ont des activités comparables.

•Les sociétés objets de la fusion ont des activités non comparables.

Les sociétés objet de rapprochement ont des activités comparables

Généralement on calcule le rapport de certains paramètres financiers par action, notamment :

Le bénéfice par action, la CAF par action, Dividende par action, Capitaux propres comptables par action, capitaux propres réévalués (actif net réévalué) par action.

Pour les sociétés cotées on calcule *la moyenne des cours (boursiers) des actions.*

Les sociétés objet de fusion ont des activités non comparables

Dans le cas de diversité sectorielle (un Holding et un groupe industriel, un groupe industriel diversifié et un groupe industriel mono-secteur,...), chaque société est évaluée de son côté pour obtenir les valeurs par action. Les valeurs des actions des sociétés (*initiatrice et cible*) ainsi déterminées sont alors comparées. Il est important que les méthodes d'évaluation soient homogènes pour évaluer chaque société et calculer la parité par méthode. C'est ce qu'on appelle *l'analyse multicritères*.

Si le niveau de l'action permet de déterminer la parité d'échange;

Le niveau de la valeur des capitaux propres retenue dans la fusion permet de déterminer **le poids relatif** qui donne directement la part des actionnaires de chacune des sociétés dans le capital de la nouvelle entité fusionnée.

Le poids relatif convenu entre les sociétés détermine directement la composition de l'actionnariat de la nouvelle société post-fusion, et donc le pouvoir en son sein.

Parité d'échange = poids relatif * $\frac{\text{nombre des actions de l'absorbante avant la fusion}}{\text{nombre des actions de l'absorbée avant la fusion}}$

... actions de A = B vaut...fois A * $\frac{\text{nombre des actions de A avant la fusion}}{\text{nombre des actions de B avant la fusion}}$

Application 1 :

La société A, au capital de 10 000 000 MAD divisé en 1 000 000 d'actions, est valorisée à 25 000 000 MAD.

La société A doit absorber la société B dont le capital compte 100 000 actions et la société est évaluée à 5 000 000 MAD.

Travail à faire :

Déterminer le nombre d'actions à créer par la société A pour réaliser l'échange avec les actionnaires de la société B.

Application 2 :

La société E prévoit de se rapprocher de la société F :

	E	F
Cours	100	60
Bénéfice net	5 000 000	3 000 000
Nombre d'actions	1 000 000	750 000

Travail à faire :

- 1) Déterminer le PER de chaque société
- 2) En cas de fusion absorption de F par E, déterminer la parité d'échange si cette dernière se fonde sur les cours boursiers des deux sociétés.
- 3) Dans l'hypothèse où cette fusion ne dégage pas d'effets de synergie, déterminer le PER de la société E après l'opération.
- 4) Quel nombre maximum d'actions E peut offrir pour que son bénéfice par action (BPA) ne chute pas.