

INTRODUCTION

Les opérations de fusion et acquisition constituent sans doute des décisions parmi les plus complexes et les plus importantes qu'ont à prendre les entreprises de nos jours. Ces opérations s'assimilant à des investissements sont déterminantes pour les firmes, leur position concurrentielle en dépendant, surtout quand les modifications qui interviennent sur les marchés sont subites et non anticipées. Par opposition à la croissance interne qui fournit aux firmes l'outil exactement dimensionné dont elles ont besoin pour poursuivre leurs projets dans le cadre des marchés où elles interviennent, puisque ce sont elles qui sont l'architecte de leur propre développement, la croissance externe, par le biais des fusions et acquisitions leur permet de prendre pied sur un marché nouveau, de réaliser une diversification prometteuse quand le marché du bien principal vendu décline, de réaliser un saut technologique, et donc de rattraper un retard. Pour autant, la recette n'est pas « miracle », puisqu'il faut racheter et intégrer un « nouveau corps » à l'ensemble existant, alors qu'il dispose d'une culture particulière, d'un mode de fonctionnement propre, et d'un certain *business model*. Il n'est alors pas du tout certain que la société cible de l'acquisition convienne en tous points aux souhaits de son acquéreur. Ce dernier devra alors après l'opération se séparer de certains actifs, voire de certaines personnes, et re-profiler le portefeuille d'actifs en fonction de sa nouvelle stratégie.

Un des motifs les plus puissants de ce type d'opération est constitué par la survenance de gains synergétiques. Ils sont supposés ressortir de ce type d'opération grâce aux économies d'échelle réalisées du fait

de la quantité produite, à la suppression de doublons en matière administrative, aux économies réalisées vu les complémentarités existantes entre les deux firmes (circuit de distribution à l'étranger utilisable par la gamme de produits de l'autre firme), ainsi qu'aux économies réalisées sur les achats du fait d'une puissance accrue de l'entité résultante, etc. Bien entendu la « fusion » des équipes, et l'adoption rapide d'un plan ambitieux de développement mobilisant toutes les énergies sont sans doute les recettes du succès. Pour autant, nombreux sont les auteurs (dont Bruner, 2002¹) qui recensent dans leurs analyses des résultats mitigés pour ce type d'opération. Les effets synergétiques ne semblent en effet pas faciles à mettre en œuvre, et des coûts de restructuration sont générés par ces regroupements, ne serait ce que lorsqu'il faut harmoniser les systèmes d'information, de rémunération, les circuits de distribution, etc. Nombreuses sont cependant les firmes qui ne disposent pas de meilleure alternative pour s'adapter rapidement aux conditions changeantes d'un marché particulier (déréglementation, mondialisation, innovation technologique, concentration de l'industrie, etc.). En fait, si les fusions et acquisitions comportent des risques, d'où une large variance de résultats, elles offrent un degré de liberté supplémentaire aux firmes qui les entreprennent. Ne jamais vouloir y recourir, c'est sans doute se priver d'un moyen d'ajustement extrêmement puissant, et donc laisser ses concurrents bénéficier de ses avantages potentiels. Pour autant, ceux qui y ont recouru savent que la mise en œuvre de ces opérations requiert du « doigté », et du talent.

Ce livre est organisé en cinq chapitres qui décrivent différents aspects importants de ces opérations qui sont très consommatrices de temps pour les deux parties, et qui se déroulent souvent sur toute une année civile, voire plus. Depuis la préparation de l'opération, jusqu'à sa mise en œuvre, on tente de mettre en lumière certains points clés. On insiste d'abord sur le contexte de ces opérations, leur réglementation, puis une fois la cible identifiée, on traite des questions d'évaluation. Interviennent alors les problèmes de mise en œuvre du montage financier propre à financer l'opération, et la façon de payer le prix négocié ou offert. L'appréciation des résultats à sortir de l'opération est ensuite étudiée à la fois des points de vue boursier et opérationnel. Enfin, un regard est porté quant à l'intérêt « d'opérations apparentées » telles que les scissions ou *spin-offs*, qui consacrent en général le recentrage des activités des entreprises, ou sur

¹ R. Bruner, "Does M&A pay ?", 2002, *Journal of applied finance*, printemps-été, p. 48-68.

les opérations de *LBO*, qui, si elles ne font pas intervenir de gains synergétiques, sont tout de même très souvent à l'origine de gains substantiels pour les actionnaires, et enfin sur certaines opérations uniquement menées au bénéfice de certains, et qui s'apparentent à une certaine expropriation des actionnaires minoritaires. De façon plus précise, les différents chapitres sont dédiés à l'analyse des questions suivantes :

Le chapitre premier, une fois le décor planté, en ce qui concerne les groupes de sociétés existants, et le tissu industriel largement composé d'entreprises familiales, évoque les vagues de fusions et acquisitions, puis s'intéresse aux aspects réglementaires. Par exemple, la directive Européenne de 2004 concernant les prises de contrôle de sociétés a permis d'affirmer certains principes avec force, dont l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires par rapport aux majoritaires, ainsi que la transparence de l'information. Au niveau des principes, la direction de la société cible doit obtenir une autorisation de l'AGE (assemblée générale extraordinaire) avant d'entreprendre toute action, susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la prise en compte d'une offre plus intéressante, mais des dérogations existent : principe de réciprocité, et patriotisme économique impliquant des secteurs protégés. Par ailleurs, le calcul des franchissements de seuil en matière de participation a été modifié, incluant une liste d'instruments financiers provenant des marchés à terme ferme et optionnels, mais aussi d'obligations échangeables.

Le chapitre deux concerne l'évaluation des entreprises et de leurs fonds propres. C'est un thème récurrent obligatoirement abordé lors de la mise en œuvre de ces opérations. Ici, tout en présentant les modèles classiques d'évaluation basés sur l'actualisation des cash-flows futurs, on insiste sur l'apport de la théorie des options pour évaluer aussi bien les actions que les dettes, fussent-elles *senior* ou *junior*. La confection d'un plan d'affaires sur les années postérieures constitue un document de synthèse essentiel. C'est en le lisant, que l'on doit se demander sur quelles hypothèses il repose, pour par exemple, améliorer la marge d'exploitation, ou augmenter la croissance du chiffre d'affaires, etc. Des notions de gouvernance d'entreprise sont alors introduites puisqu'elles influencent la valeur des firmes sur les marchés.

Le chapitre trois aborde la réalisation effective de ces opérations qui suppose l'existence d'une équipe projet. Il faut donc disposer d'une capacité managériale inutilisée au sein de l'entreprise acquérante. Une fois en possession de tous les éléments d'information nécessaires, il faut en venir à l'adoption d'une stratégie de prise de contrôle. On peut choisir, soit de négocier, soit de recourir à l'offre publique². La théorie des enchères nous fournit un référentiel pour apprécier la stratégie des firmes en cas d'acquisition potentielle. Si bien sûr chacun possède, après étude, une idée personnelle assez précise de la valeur de la société cible ou absorbée, et des synergies qui peuvent être dégagées de l'opération, il faut en plus être à même de se faire une idée de ce que des concurrents potentiels pourraient tirer comme gains d'une telle acquisition. Précisons que, même s'il n'y a pas de système d'enchères mis en œuvre par le biais d'offre publique, la négociation « amicale » entre les deux contractants se déroule sous la menace d'une offre publique si un accord n'est pas trouvé. Bien sûr un certain nombre de facteurs viennent enrichir ce scénario dans la réalité. En premier lieu, des asymétries d'information peuvent exister, les coûts de recherche d'information pouvant être élevés, puis en second lieu par exemple, certains acquéreurs peuvent posséder des participations dans la firme cible avant opération. Le comportement de la cible est aussi à prendre en compte, car elle peut jouer un rôle actif dans ces *scenarii*. Si après avoir signé un *memorandum of understanding* (lettre d'intention) ou un projet de fusion avec un acquéreur initial, elle décide de rompre les négociations pour se tourner vers un autre offreur mieux-disant, elle devra s'acquitter d'indemnités au profit de l'initiatrice pour se libérer de son engagement initial.

Le chapitre quatre est dédié à l'étude des résultats de ces opérations. Beaucoup ont manifesté leur scepticisme vis-à-vis des fusions et acquisitions et de leur capacité à changer les choses. Les *mergers* ou fusions font référence à des opérations négociées entre dirigeants et conseils d'administration des sociétés concernées, tandis que les *tender offers* ou offres publiques signifient qu'une offre est directement faite aux actionnaires de la société visée. Elles peuvent être amicales ou hostiles. Mais les négociations peuvent commencer sur un mode hostile et évoluer vers un

² On peut aussi penser à la cession d'un bloc de contrôle, mais cela s'apparente au cas de l'offre publique, puisque dans les deux cas on est obligé d'acquérir soit par offre publique simplifiée supplémentaire, soit par la procédure de maintien de cours, le reste des actions.

mode amical ou l'inverse. Cependant les fusions s'opèrent le plus souvent de manière amicale. Les résultats de ces opérations ont été étudiés par le prisme du marché financier à l'aide des « études d'événements ». Les rentabilités anormales observées au moment de l'annonce des opérations de regroupement ont fait apparaître des gains certains pour les actionnaires des sociétés absorbées mais peu ou pas pour les actionnaires des sociétés acquérantes. Ce qui vient aujourd'hui perturber l'analyse des rentabilités anormales, ce sont les arbitrages assez systématiques auxquels se livrent bon nombre d'intervenants (dont les *hedge funds*) lors de ces opérations. Des considérations théoriques sont alors présentées pour expliquer le peu de gains à ressortir de ces opérations pour les actionnaires des sociétés acquérantes.

Le chapitre cinq met en exergue le fait que les fusions et acquisitions permettent de redessiner les contours du périmètre d'activités des entreprises quand l'environnement le nécessite. Les apports partiels d'actifs, les ventes d'actifs, les scissions ou *spin-offs* sont autant de moyens de compléter la panoplie des outils existants, et d'adapter l'outil productif à l'objectif stratégique poursuivi. Un *spin-off* se définit comme la distribution d'actions de la nouvelle entité introduite en bourse au prorata des actions détenues par les actionnaires de la société parente. La nouvelle société est alors autonome (Arkéma et Total). Un des motifs puissants qui conduit à la décision de désinvestissement est le recentrage souhaité des activités de l'entreprise sur ses métiers fondamentaux. On aborde ensuite le cas du capital-transmission, et des opérations de *LBO* qui ont représenté une masse d'opérations importante durant les années 2000, et qui ont constitué un certain modèle de gouvernance. Puis enfin, on présente certaines opérations liées aux opérations d'acquisition comme des reventes ultérieures d'actifs, et plus généralement des pratiques d'expropriation potentielles des actionnaires minoritaires allant au-delà de la perception des bénéficiaires privés : le transfert de richesse ou *tunneling*.

Notons que chaque chapitre dispose de ses références propres figurant en bas de page, et qu'un glossaire est proposé en fin d'ouvrage de manière à faciliter la lecture du texte parfois un peu technique.