

Chapitre 1

Le défi de l'acquisition

Il fut un temps où les fusions étaient sexy – glamour, même. Les uns des quotidiens se délectaient des récits faits de raideurs financiers, d'obligations de pacotille, d'OPA hostiles spectaculaires pendant les années 1980 ou de méga-opérations « tout en titres » pendant le boom d'Internet des années 1990.

Mais les choses ont mal tourné. Soudain, le mot « synergie » devint synonyme d'échec.

Au début des années 1990, de nouvelles études issues des milieux de la recherche universitaire et du conseil en stratégie démontrèrent que la majorité des opérations nuisait en réalité aux actionnaires des entreprises acquéreuses, les menant parfois même à la faillite¹. En octobre 1995, *BusinessWeek* publiait un article depuis passé à la postérité intitulé « Plaidoyer contre les fusions », fondé sur des études montrant que 65 % des grandes opérations nuisaient aux actionnaires de l'acheteur. Ces derniers surpayaient dans l'espoir de générer de prétendues synergies, et les investisseurs le savaient².

Malheureusement, les acquéreurs continuent de nous décevoir.

Cependant, peu d'autres moyens de développement et de croissance ont la capacité de changer la valorisation – et l'avenir – d'une entreprise aussi rapidement ou profondément qu'une acquisition majeure. Les grandes opérations de fusion-acquisition font partie des « moments clés » de la vie d'une entreprise. Malgré l'importance du bien-être des employés et des clients, la réussite de toute opération sera *in fine* jugée comme toute autre grande décision d'investissement : l'allocation des capitaux et des ressources a-t-elle créé plus

-
- 1 Voir, par exemple, Mark L. Sirower, « Bankruptcy as a Strategic Planning Tool », *Academy of Management Best Papers Proceedings*, 1991, p. 46-50.
 - 2 Philip L. Zweig, « The Case Against Mergers », *BusinessWeek*, 29 octobre 1995. Le chiffre de 65 % provient de Mark L. Sirower, *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, New York, Free Press, 1997.

de valeur pour les actionnaires de l'entreprise, de sorte à ce que cette dernière surperforme par rapport à ses concurrents ?

Encore aujourd'hui, la plupart des grandes acquisitions ne tiennent pas leurs promesses et portent préjudice aux actionnaires de l'acquéreur. Tandis que les actionnaires des vendeurs tirent profit de primes substantielles consenties par les acquéreurs, les retours sur investissement de ces derniers sont, en moyenne, en deçà de leurs attentes. Au lieu de donner envie aux investisseurs d'acheter plus d'actions, les acquéreurs leur fournissent des raisons de vendre, et la réaction initiale des investisseurs sur les marchés – qu'elle soit favorable ou défavorable – est en général un bon indicateur des résultats à venir. Les acquisitions ont tendance à échouer, et les investisseurs sentent quand il y a anguille sous roche³.

Les questions sont donc « Pourquoi ? » et « Comment y remédier ? »

Notre hypothèse est que ces échecs systématiques sont le fruit d'un manque de préparation, de méthodologie et de stratégie. La plupart des entreprises n'ont pas de réelle stratégie de fusion-acquisition. Elles n'ont pas comparé les opérations qu'elles pensent essentielles avec toutes celles auxquelles elles n'ont même pas pensé – en somme, elles ont peu de priorités. Elles participent à des enchères ou recrutent un banquier qui présente plusieurs cibles potentielles en promettant maintes synergies. Des équipes sont constituées à la hâte en vue de réaliser, en un temps record, les audits opérationnels ou commerciaux pendant que les dirigeants et les banquiers négocient le prix. Elles présentent ensuite ce plan au conseil d'administration sans spécifier comment ces synergies vont se matérialiser mais en pressant ses membres de donner leur accord. La menace implicite est que, même si le conseil d'administration n'est pas convaincu de la pertinence de l'opération, une telle opportunité pourrait ne pas se

.....
3 Soulignons que ces questions sont connues et débattues depuis des décennies. Une publicité de JPMorgan datant du début des années 1990 s'intitulait par exemple « À quoi bon trouver le bon prix si ce n'est pas la bonne chose à faire ? » et concluait « Refuser d'accepter la différence entre le prix et la valeur, c'est comme refuser d'accepter la réalité », ce qui suggère que bien des chefs d'entreprise suivaient de mauvais conseils ou ne comprenaient pas les promesses qu'ils faisaient en payant plus que quiconque un éventail d'actions, de personnels et de technologies existants.

représenter avant des années. Un éminent chef d'entreprise a appelé ce mécanisme : « Attention ! Le train de l'acquisition va passer⁴. »

Le jour de l'annonce officielle prend la forme d'une conférence téléphonique soigneusement organisée, avec une foule de journalistes et d'analystes, où règne beaucoup d'effervescence.

Puis les investisseurs réagissent. Pour la plupart des entreprises, le réveil est brutal. Dès lors que les actions de l'acquéreur baissent, les investisseurs – dont les employés, qui sont aussi propriétaires – le sentent passer.

Malgré les efforts de l'acquéreur et de la cible, la réaction des investisseurs est généralement légitime. Les synergies promises n'ont jamais lieu, ou en tout cas pas à un niveau qui justifierait le prix ; les employés ne comprennent pas les effets de l'opération sur leur avenir ; quant à la nouvelle entité, elle est en chantier et se déprécie considérablement en attaquant au portefeuille l'entreprise et ses actionnaires. Il est rare que ces derniers revoient leur argent.

Nous voulons augmenter vos chances de réussite en matière de fusion-acquisition. *Fusions & acquisitions : dégagez des synergies et gagnez au jeu des M&A* cherche à changer la manière dont les entreprises – cadres, directeurs et conseils d'administration – conçoivent et abordent leurs stratégies d'acquisition. En commençant par le problème classique de la performance d'une fusion-acquisition, nous guidons pas à pas les acquéreurs pour les aider à élaborer et mettre en œuvre une stratégie d'acquisition. Celle-ci leur évitera les pièges dans lesquels tombent tant d'entreprises et leur permettra de générer à long terme des rendements concrets pour leurs actionnaires. Notre but n'est pas de rendre aux fusions-acquisitions leur côté sexy, mais de faire en sorte que les fusions-acquisitions fonctionnent – pour les acquéreurs comme pour leurs actionnaires.

.....
4 Cette citation est de Charles Shoemate, l'ancien P-DG de Bestfoods.

D'hier à aujourd'hui : ce que dit la recherche

Certains estiment que les choses ont évolué et que les entreprises et leurs directions valorisent aujourd'hui mieux leurs acquisitions et les potentielles synergies. En réalité, la recherche nous prouve l'inverse et démontre que les investisseurs sont toujours aussi attentifs à ce que les acquéreurs leur racontent à propos de leurs principales opérations.

Nous avons mis à jour l'étude que Mark avait réalisée sur la vague de fusions des années 1990 – aujourd'hui, un classique qui fit l'objet d'un article publié en une de *BusinessWeek*. Nos conclusions montrent que, même après toutes ces années – et malgré les enseignements que nous en avons tirés –, il reste encore une grande marge de progression⁵.

Examinons cela de plus près.

Nous avons, dans le cadre de notre étude, examiné des données provenant de sources fiables – Thomson ONE et Capital IQ de S&P – portant sur plus de 2 500 opérations estimées à plus de 100 millions de dollars, annoncées entre le 1^{er} janvier 1995 et le 31 décembre 2018. Nous avons utilisé des données publiques pour que quiconque soit capable de reproduire nos résultats. Nous avons exclu les opérations pour lesquelles le prix de l'action de l'acquéreur ne pouvait être retracé sur une des principales Bourses américaines. L'opération devant être importante, nous avons exclu en outre les opérations dans lesquelles la capitalisation boursière du vendeur était inférieure de 10 % à celle de l'acquéreur. Enfin, nous avons éliminé les opérations pour lesquelles l'acquéreur avait annoncé une deuxième opération majeure au cours de l'année suivant la première.

Il en est résulté un échantillon de 1 267 opérations pour un total de 5 370 milliards de valeur de fonds propres et 1 140 milliards de primes d'achat payées durant les 24 ans comptabilisés dans notre étude. 5 jours avant l'annonce, la capitalisation boursière des acheteurs était de 9,3 milliards de dollars en moyenne, contre 3,8 milliards de dollars pour les vendeurs. La capitalisation boursière moyenne des vendeurs

.....
5 David Henry, « Why Most Big Deals Don't Pay Off », *BusinessWeek*, 13 octobre 2002.

relative à celle des acquéreurs était de 46 %. À l'évidence, ces opérations étaient importantes pour les acquéreurs car la prime moyenne s'élevait à 30,1 %, soit 902 millions de dollars.

Nous avons mesuré la performance des acquéreurs à la suite de l'annonce. Pour ce faire, nous avons observé les variations du rendement pour les actionnaires sur 11 jours (couvrant 5 jours d'échange avant et après la transaction) et pendant l'année suivant l'annonce (y compris la période de l'annonce). Une seule année peut sembler une courte durée pour mesurer la réussite d'une opération. Cependant, cette première année est cruciale afin de tenir les promesses de performance faites par l'entreprise car elle détermine la crédibilité de ces promesses⁶.

Nous avons examiné à la fois le rendement total de l'avoir des actionnaires brut (prix de l'action plus les dividendes) et le rendement total de l'avoir des actionnaires comparé aux concurrents de chaque acquéreur au sein du S&P 500 tel qu'établi par Capital IQ⁷. Nous calculons le rendement total ajusté par secteurs (qu'on appelle souvent RRTA, rendement relatif total pour les actionnaires, ou en anglais RTSR pour *relative total shareholder return*).

Qu'avons-nous appris ? Les conclusions les plus importantes tirées de cet échantillon de 1 267 opérations sont résumées ci-dessous.

En moyenne, les acquéreurs sous-performent par rapport à leurs concurrents

À la suite de l'annonce, les rendements moyens des acquéreurs dans ces grosses transactions étaient de -1,6 %, avec 60 % de réactions

.....
6 Voir, par exemple, Mark L. Sirower et Stephen F. O'Byrne, « The Measurement of Post-Acquisition Performance: Toward a Value-Based Benchmarking Methodology », *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(2), été 1998, p. 107-121 ; Jim Jeffries, « The Value of Speed in M&A Integration », *M&A Blog*, 17 novembre 2013, <https://www.macouncil.org/blog/2013/11/17/value-speed-ma-integration> ; Decker Walker, Gerry Hansell, Jens Kengelbach, Prerak Bathia et Niamh Dawson, « The Real Deal on M&A, Synergies, and Value », *BCG Perspectives*, 16 novembre 2016, <https://www.bcg.com/publications/2016/merger-acquisitions-corporate-finance-real-deal-m-a-synergies-value>.

7 Les rendements sont dans l'ensemble comparables à ceux de l'indice S&P 500 et toutes les valeurs sont statistiquement significatives à $p < 0,05$ ou mieux.

défavorables contre 40 % de réactions favorables sur les marchés. Un an plus tard, le rendement moyen de ces acquéreurs avait légèrement baissé, atteignant -2,1 %, avec 56 % d'acquéreurs à la traîne par rapport à leurs concurrents. Comme toute étude sur les fusions-acquisitions, les résultats varient beaucoup, et nous ne présentons ici que des moyennes⁸. Nos résultats suggèrent en tout cas qu'il est temps d'arrêter de prétendre que 70 à 90 % des opérations échouent : ce n'est tout simplement pas ce que montrent les chiffres⁹.

Cela dit, les performances des acquéreurs dans les années 1980 et 1990 étaient particulièrement mauvaises, avec plus de deux tiers des opérations menant à une perte de valeur pour l'acquéreur¹⁰. **Sur ce front, les nouvelles sont plutôt bonnes.** En divisant notre échantillon en trois périodes de huit ans couvrant trois vagues de fusions (1995-2002, 2003-2010 et 2011-2018), nous observons que les acquéreurs sont passés de 64 % de réactions défavorables à 56 % lors de la dernière vague de fusions et que les réactions initiales du marché sont, quant à elles, passées de -3,7 % à presque zéro. Cependant, les rendements sur un an restent médiocres, avec un rendement de -4,2 % pour la dernière période de huit ans étudiée (voir annexe A pour des données détaillées et les résultats de l'étude).

8 À la suite de l'annonce, les rendements des acquéreurs ajustés par secteurs allaient de -50 % à 60 %, tandis que les rendements sur un an s'étaient de -116 % à 281 %. Voir également Scott D. Graffin, Jerayr (John) Haleblian et Jason T. Kiley, « Ready, AIM, Acquire: Impression Offsetting and Acquisitions », *Academy of Management Journal*, 59(1), 2016, p. 232-252. Ces auteurs étudient un échantillon de 770 opérations valant plus de 100 millions de dollars entre 1995 et 2009 et trouvent des rendements de -1,4 % via la méthodologie des rendements anormaux cumulatifs, un chiffre comparable à celui de -1,6 % que nous obtenons.

9 Voir, par exemple, Roger L. Martin, « M&A: The One Thing You Need to Get Right », *Harvard Business Review*, juin 2016, p. 42-48, <https://hbr.org/2016/06/ma-the-one-thing-you-need-to-get-right>. Selon Martin, « [...] ce sont les exceptions qui confirment la règle établie par presque toutes les études portant sur les fusions-acquisitions : celles-ci sont des pièges, et 70 % à 90 % des acquisitions sont des échecs complets ». Voir également Graham Kenny, « Don't Make This Common M&A Mistake », *hbr.org*, 16 mars 2020, <https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake>. Kenny commence en déclarant que, « [s]elon la majorité des études, 70 % à 90 % des acquisitions se soldent par un échec ».

10 Voir Mark L. Sirower, *The Synergy Trap*, *op. cit.*, chap. 7 et annexes pour des données sur la vague d'acquisitions des années 1980 et 1990.

Malgré ce qui pourrait sembler un signe encourageant, nous ne sommes pas tout à fait tirés d'affaire. Pour le dire franchement, les fusions-acquisitions ont beau aller mieux, c'est dans l'ensemble surtout « moins mauvais ».

Regardons de plus près ces résultats en allant au-delà des moyennes.

Les réactions initiales des investisseurs sont durables et constituent un bon indicateur des rendements futurs

De nombreux observateurs ne voient les réactions des Bourses aux annonces d'opérations que comme des mouvements de prix à court terme, qui n'augurent en rien des résultats à long terme. Voyant l'action de son entreprise baisser de 20 % après l'annonce d'une importante acquisition, un chef d'entreprise déclare : « On ne fait pas ce type d'opération et on ne juge pas de sa réussite selon les résultats de l'action à court terme. »

Afin de tester l'hypothèse selon laquelle les réactions initiales des investisseurs n'auraient pas d'importance, nous avons divisé les réactions initiales en deux portefeuilles : un comprenant les réactions favorables et l'autre les réactions défavorables. Si les réactions initiales n'avaient pas d'importance, les deux portefeuilles devraient tendre vers zéro. Or, ce n'est pas le cas.

Un an après la transaction, le portefeuille de 759 opérations caractérisé initialement par une réaction de -7,8 % voyait ses rendements se dégrader pour atteindre -9,1 %. Le portefeuille de 508 opérations caractérisé initialement par une réaction de +7,7 % se maintenait dans le vert et progressait jusqu'à +8,4 %. En examinant ces chiffres de plus près, on remarque que 65 % des opérations accueillies défavorablement l'étaient toujours un an après l'annonce ; de la même façon, 57 % des opérations accueillies favorablement l'étaient toujours un an plus tard. Ainsi, si de bons débuts ne garantissent pas de futurs rendements positifs, en particulier si une entreprise ne tient pas ses promesses, les mauvais débuts sont difficiles à rattraper, avec deux tiers des opérations toujours dans le rouge un an plus tard. Le tableau est encore plus sombre pour les réactions défavorables aux opérations

en titres : presque trois quarts des transactions payées uniquement en titres (71 %) ayant déclenché une réaction négative étaient toujours dans le rouge un an plus tard¹¹.

En conclusion : **la réaction initiale du marché compte.**

Si l'obtention de résultats après un bon départ rapporte gros, l'inverse est également vrai

La performance dans la durée des opérations qui ont bien démarré – et qui ont poursuivi sur cette lancée – est incommensurablement meilleure que celle d'opérations ayant mal démarré et étant restées dans le rouge. C'est ce que nous appelons l'« écart de persistance ». Au cours de l'année suivant l'annonce, les acquéreurs dont les opérations avaient rencontré une réaction initiale défavorable ne s'étant pas estompée obtenaient un rendement moyen de -26,7 %. *A contrario*, les acquéreurs dont les opérations avaient initialement été reçues avec enthousiasme, et continuaient à l'être, proposaient un rendement de 32,7 % en moyenne – soit un écart de persistance, qui mesure l'écart entre les rendements, de près de 60 %.

Les réactions initiales des investisseurs sont essentielles et enclenchent des mécanismes complexes auxquels tous les acquéreurs potentiels devraient être attentifs.

La figure 1.1 illustre les tendances des rendements des acquéreurs. Ces conclusions ne sont pas dues au hasard. Les réactions des investisseurs constituent de bonnes prévisions qui se fondent à la fois sur leurs attentes initiales et sur les nouvelles informations fournies par l'entreprise quant au sens économique de la transaction. Les acquéreurs qui réussissent leurs opérations et démontrent leur capacité à tenir leurs promesses résistent bien à l'épreuve du temps ; les acquéreurs qui confirment les attentes négatives ont tendance à s'enfermer dans une spirale négative. L'écart est énorme.

.....
11 Nos résultats viennent confirmer le résumé des travaux existants de Greg Jarrell dans « University of Rochester Roundtable on Corporate M&A and Shareholder Value », *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), automne 2005, p. 64-84, dans lequel il déclare : « Les éléments dont nous disposons indiquent que la réponse initiale du marché prédit de manière relativement fiable les suites d'une opération » (p. 70).

Force est de constater que les réactions initiales du marché, que ce soit celles du portefeuille durablement positif ou celles du portefeuille durablement négatif (8,0 % et -9,0 % respectivement), sont très proches des rendements observés lors de l'annonce des portefeuilles initialement dans le vert et dans le rouge. La performance dans la durée des acquéreurs est largement fonction de leur confirmation de la perception initiale des investisseurs.

Cela nous mène à une question fondamentale qui guide le reste de ce livre : **au vu de ces données, préférez-vous susciter de vos investisseurs une réaction initiale favorable ou défavorable ?** (voir encadré 1.1, « Rendements pour les actionnaires à la suite d'une fusion-acquisition » pour plus de détails sur nos résultats).

Le défi de l'acquisition

Pourquoi est-ce le cas ? Tout le monde sait aujourd'hui qu'on ne devrait jamais « surpayer » une acquisition, que les acquisitions doivent avoir un « sens stratégique » et que les cultures d'entreprise sont un « sujet sensible ». Mais quelle est la valeur pratique de ces rengaines ? Que veulent-elles dire ? Que signifie payer une prime ? Plus fondamentalement, qu'est-ce qu'une « synergie » ?

Voici le scénario de fusion-acquisition habituel : une entreprise décide de réaliser une opération pour croître – non pas car elle repose sur des hypothèses de croissance robustes, mais parce que les marchés sont à la hausse. En outre, quantité d'autres entreprises dans son secteur d'activité annoncent des transactions à tout bout de champ et attirent l'attention des médias. Peut-être un collaborateur a-t-il fait une présentation convaincante qui séduit l'acquéreur car la croissance organique ralentit et que le P-DG s'est entiché de l'opération.

Encadré 1.1 – Rendements pour les actionnaires à la suite d'une fusion-acquisition

La prime d'acquisition compte. La prime moyenne payée par les entreprises dans l'échantillon était de 30,1 %, avec une prime moyenne de 32,2 % pour le portefeuille ayant suscité des réactions initiales défavorables et de 26,9 % pour le portefeuille aux réactions favorables. Sans surprise, la prime moyenne payée par les entreprises avec une mauvaise performance à moyen terme était de 33,8 % contre 26,6 % pour les entreprises avec une bonne performance à moyen terme. La différence en matière de prime est encore plus flagrante quand on se penche sur les opérations payées exclusivement en titres ou exclusivement en numéraire et qu'on compare les portefeuilles durablement négatifs et les portefeuilles durablement positifs (36,6 % contre 27,6 % pour les opérations en numéraire et 32,8 % contre 22,5 % pour les opérations en titres, respectivement).

Les transactions en numéraire supérieures de loin aux transactions en titres. Les opérations payées en numéraire (20 % des opérations) font beaucoup mieux que les opérations en titres (36 % des opérations). Lors de l'annonce, le rendement des opérations payées en numéraire surpasse celui des opérations en titres de 4,7 % (+1,8 contre -2,9 %, respectivement) ; 57 % des opérations en numéraire ont suscité une réaction favorable des marchés contre 35 % pour les opérations en titres – un écart de performance qui s'accroît au bout d'un an pour s'établir à 9,5 %, les opérations en numéraire aidant les acheteurs à surpasser les concurrents de +3,8 % tandis que les acheteurs des opérations en titres enregistrent un écart de -5,7 % par rapport à leurs concurrents. Ces conclusions viennent renforcer le consensus quant à la sous-performance des opérations en titres. Ce contraste est également perceptible quand on observe que, dans notre échantillon, 46 % des opérations en titres ont généré des rendements initiaux et durables négatifs contre 27 % des opérations payées en numéraire. Les opérations combinant actions et liquidités ont généré,

quant à elles, des rendements initiaux de $-2,1\%$ (avec seulement 36% de réactions favorables) et des rendements sur un an de $1,9\%$ avec un écart de persistance comparable à celui de l'échantillon entier constitué de 1 267 opérations (voir annexe A pour plus d'informations).

Les vendeurs sont les grands gagnants des fusions-acquisitions.

Tandis que les acquéreurs ont en moyenne essuyé des pertes, les actionnaires des vendeurs ont, eux, obtenu un rendement moyen de 20% (après ajustements liés au secteur) entre la semaine précédant l'annonce de l'opération et la semaine suivant l'annonce. Cela diffère de la prime moyenne annoncée de 30% , en raison de la réaction négative des marchés pour les acquéreurs payant en partie en titres et en partie en numéraire, ce qui réduit les montants réellement perçus par les vendeurs.

Les fusions-acquisitions créent de la valeur au niveau macro-économique. Les fusions créent de la valeur pour l'économie tout entière. Nous avons mesuré cela pour les acquéreurs et les vendeurs à l'aide des rendements ajustés par secteurs au cours des 11 jours suivant l'annonce de l'opération. La valeur ajoutée actionnariale totale moyenne (VAAT, en anglais *average total shareholder value added* ou TSVA) est simplement la somme des rendements des acquéreurs et des vendeurs, exprimée en dollars. Alors que les acquéreurs ont perdu en moyenne 285 millions de dollars, les vendeurs ont gagné en moyenne 469 millions de dollars, soit une VAAT de 184 millions de dollars pour toutes les transactions. (La VAAT est de 333 millions de dollars pour les opérations payées en numéraire et de 11 millions de dollars pour les opérations en titres.) La VAAT s'est améliorée au cours de nos trois périodes, passant de près de zéro pour la première période à 424 millions de dollars pour la dernière, la majorité de ces gains revenant sans surprise aux vendeurs.

Nous avons également calculé un pourcentage de VAAT basé sur la capitalisation boursière totale des acquéreurs et des vendeurs. Dans l'ensemble, nous constatons une création de valeur (VAAT) d'environ $+1,45\%$ lors de l'annonce quand on se penche sur les changements combinés de la capitalisation boursière. Les

transactions en numéraire ont donné un rendement combiné de +3,73 %, contre +0,07 % pour les transactions en titres – une différence considérable –, et de +2,05 % pour les opérations combinant actions et liquidités.

Quand les acquéreurs se prennent au jeu de l'acquisition, ils font un pari commercial assorti du paiement d'une prime initiale pour de potentiels revenus futurs – les synergies. Supposons que les acquéreurs ne comprennent pas parfaitement les promesses de performance qu'ils font au départ, ou qu'ils n'aient pas les capacités de tenir ces promesses, ou encore que les synergies soient illusoire. Dans tous ces cas de figure, ils ont conçu un plan voué dès le départ à l'échec, et les investisseurs s'en rendent compte au moment de l'annonce.

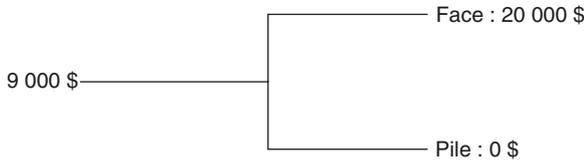
Commençons avec quelques exemples en guise d'illustration.

Imaginez tout d'abord que vous convoitiez ardemment un appartement dans le quartier le plus prisé du Greenwich Village à New York. C'est vrai qu'il est cher, mais vous en avez tellement envie. Vous et vos amis êtes tous d'accord pour dire que ce nouvel appartement est mieux que celui dans lequel vous habitez actuellement. Vous vous y sentirez mieux. Comme cet appartement doit être entièrement rénové, vous pensez pouvoir augmenter sa valeur, estimée à 1 million de dollars, d'au moins 25 %. Malheureusement, le vendeur est peu pressé et en demande 1,5 million. De votre côté, vous avez passé un temps considérable à dénicher le bien qui vous convient, et celui-ci est parfait. (De surcroît, tous vos amis ont des appartements plus beaux que celui dans lequel vous vivez actuellement.)

Allez-vous vous lancer à 1,5 million de dollars ? Cela dépend de la valeur que vous attribuez à votre sentiment de bien-être dans ce nouvel appartement. Vaut-il 250 000 dollars ? Même si vous faites les améliorations prévues, si vous ajoutez 25 % à la valeur estimée, au final vous aurez sacrifié 250 000 dollars dès l'achat.

Imaginez maintenant que vous arriviez à Las Vegas – un voyage prévu de longue date. Vous avez parcouru tous les livres sur les jeux de casino et vous êtes convaincu de repartir plein aux as. Sur le chemin du casino, un charmant employé de la maison vous conduit dans une

chambre pour jouer à un jeu très particulier. Le jeu est organisé de la manière suivante : une pièce non pipée sera lancée et vous gagnerez 20 000 dollars si elle retombe côté face et 0 si elle retombe côté pile. Jouer au jeu coûte 9 000 dollars. Ainsi :



Vous réfléchissez un instant et réalisez que, selon le théorème des moyennes, vous pourriez gagner beaucoup d'argent – 100 000 dollars – si vous jouiez à ce jeu 100 fois. En effet, vous payez pour jouer, que vous gagniez ou non, et pouvez vous attendre à gagner 50 fois pour un gain net de 100 000 dollars $[(50 \times 20\,000\ \$) - (100 \times 9\,000\ \$)]$. Cependant, vous réalisez également que vous pourriez avoir tout perdu avant que les effets du théorème des moyennes ne commencent à se faire ressentir.

L'enseignement essentiel est que les gains potentiels doivent être transparents avant de payer pour jouer.

Ces exemples illustrent le défi de l'acquisition. La prime d'achat, d'un montant fixe, est payée dès la transaction tandis que l'intégration postfusion (IPF, en anglais *post-merger integration* ou PMI) générera un revenu ou une *distribution* de gains ou synergies *dans un avenir plus ou moins lointain*. Les dirigeants doivent réfléchir aux probabilités des différents scénarios de gains (les synergies) au risque sinon de finir par en savoir plus sur les gains potentiels au black jack que sur leur opération. Si on la réduit à l'essentiel, une acquisition est un problème classique d'allocation de capitaux. Mais c'est aussi une question recelant plusieurs aspects uniques que doivent comprendre dirigeants et conseils d'administration.

Premièrement, les acquéreurs déboursent l'intégralité de la somme dès le départ – la valeur complète des actions de la cible plus une prime – avant même de pouvoir « toucher le volant ». Il n'y a pas de test, pas de galop d'essai et, à l'inverse de tout autre investissement

en capitaux comme la R&D, il n'y a aucun moyen d'arrêter ni de redistribuer les dépenses – sauf à vendre. De plus, les capitaux engendrent des coûts dès la transaction. Tout retard sera donc cher payé, et il n'y a pas de deuxième chance.

Deuxièmement, croyant pallier un problème de performance, les acquéreurs créent un tout nouveau problème en payant une prime – un problème qui n'existait pas auparavant et auquel personne ne s'attendait pour ces actifs, ces technologies et ces employés existants. Autrement dit, les acquéreurs font face à un double problème de performance : (1) ils doivent assurer toute la croissance et la performance que le marché attend *déjà* de l'acquéreur et de la cible ; (2) ils doivent atteindre les objectifs encore plus élevés fixés par la prime d'acquisition. Pour satisfaire à ces nouvelles exigences, il est généralement nécessaire de développer une nouvelle palette de compétences alors que les concurrents s'activent pour ne pas laisser les acquéreurs créer de nouvelles synergies à leurs dépens. La réunion de deux entreprises bien gérées et bénéficiaires ne crée pas de gains stratégiques par magie : d'une part, les concurrents restent présents et, d'autre part, les clients peuvent ne pas apprécier la nouvelle offre.

Ceci nous conduit à une définition claire des synergies mesurables : des gains de performance et non des attentes isolées. En comparant la prime payée au départ avec le nouveau problème de performance, nous avons une vision plus nette de la valeur créée pour l'acquéreur, la valeur présente nette (VPN, en anglais *Net Present Value* ou NPV) d'une transaction :

$$\text{VPN} = \text{valeur actuelle (synergies)} - \text{prime}$$

Ceci part du principe que vous ne ruinez pas l'entreprise et que vous êtes en mesure de débloquer la valeur de croissance isolée de la société cible (et de votre entreprise). Si c'est bien le cas, vous créez de la valeur en obtenant au moins un retour sur les capitaux propres utilisés pour la prime. Les dirigeants qui paient une prime s'engagent à faire mieux que les attentes du marché fondées sur les plans stratégiques des deux entreprises.

Troisièmement, une fois que les acquéreurs commencent l'intégration intensive – un prérequis à l'activation des synergies promises – ils font monter le prix de la sortie et du détricotage d'une opération manquée. Fermer un QG monde, fusionner les systèmes informatiques, intégrer les équipes commerciales et réduire les effectifs est cher et la tendance longue à inverser. Pendant ce temps, les acquéreurs prennent le risque de s'éloigner des concurrents ou de perdre leur capacité à s'ajuster aux changements de l'écosystème commercial ou aux nouvelles demandes de leurs clients.

De surcroît, non seulement les investisseurs peuvent diversifier leur portefeuille seuls sans payer de prime, mais payer une prime plus importante ne garantit pas des rendements ou des synergies supplémentaires – autrement dit, les gains potentiels ne dépendent pas de la taille du pari.

Prises ensemble, les caractéristiques des opérations forment les trois parties de ce que Mark a appelé « le piège des synergies ». Les dirigeants doivent éviter les trois écueils suivants :

1. **Ne pas comprendre la part de la trajectoire de performance qui est déjà intégrée aux prix des actions des deux entreprises.** Le résultat : les acquéreurs confondent souvent les « synergies » et les améliorations de performance déjà attendues par les investisseurs. Les synergies viennent améliorer une trajectoire de base – ce sont des économies ou de la croissance rentable qui ne peuvent être débloquées que grâce à l'opération (« uniquement en cas d'opération »). Mélanger synergies et scénario de base vous hantera, ainsi que vos employés, tout au long du processus.
2. **Ne pas voir les synergies à la fois sous un angle concurrentiel et sous un angle financier.** Les synergies sont peu probables si vos concurrents peuvent aisément imiter les « avantages » de l'entreprise combinée. Les avantages ne se décrètent pas ; vos clients doivent les percevoir. Débloquent des synergies implique d'être plus compétitif et de se tailler une part de marché différenciée et défendable. De plus, les synergies ne sont pas gratuites ; vous pouvez devoir engager des frais uniques et récurrents considérables avant d'en voir les bénéfiques. Nous appelons ça le « principe de correspondance des synergies » car vous devez faire correspondre les

bénéfices aux coûts que vous allez engager pour atteindre ces bénéfices. Ces coûts initiaux, ainsi que les coûts récurrents, s'ajoutent de fait à la prime.

- 3. Ne pas mesurer les engagements de performances compris dans la prime.** Quand vous payez une prime, vous vous engagez à relever un défi de performance qui n'existait pas jusqu'alors et auquel personne ne s'attendait – un défi qui s'ajoute aux attentes existantes. Les acquéreurs doivent parfaitement comprendre à la fois les promesses qu'ils font et les capacités, ressources et discipline requises afin de réaliser ces améliorations de performance. Souvenez-vous que les capitaux vous coûtent de l'argent dès le premier jour, que vous soyez prêt à relever le défi ou non.

Du point de vue des actionnaires, le résultat est simple. Pensez-y comme à un bilan comptable. Quand vous enchérissez sur une cible, vous vous engagez à payer les actionnaires de cette société en titres ou en numéraire. Si vous payez un montant en titres ou en numéraire supérieur à la valeur économique ou actuelle des actifs sous *votre* contrôle (sans avoir réalisé les synergies), vous avez simplement transféré de la valeur depuis vos actionnaires vers les actionnaires de la cible – et ce, dès le départ. C'est ainsi que le bilan de votre entreprise reste équilibré. Le marché tente de jauger la VPN de la décision d'acquisition, c'est-à-dire la valeur actuelle attendue des actifs moins la prime payée. Voilà les calculs que font les investisseurs les plus subtils pour faire baisser l'offre d'un acquéreur pendant que le prix de la cible augmente grâce à la perspective d'une prime.

En l'absence d'une parfaite compréhension des pièges et des complexités d'une telle opération, les acquéreurs ont sans surprise tendance à surpayer – et de loin. Des analyses douteuses sont souvent intégrées aux calculs utilisés par les entreprises pour valoriser l'opération. Les conseillers font croire que tout est facile et attribuent un prix à la cible sur la base de sa seule valeur. Ils ajoutent ensuite les synergies créées par l'association des deux : augmentation des revenus, diminution du coût du capital, gain d'efficacité en grossissant. Et voilà ! Il en sort le bon prix, et ils s'en vont fusionner les sociétés.

Cependant, quantité d'erreurs sont susceptibles de faire dérailler un processus de fusion-acquisition si un tel processus est mis en place. Souvent, les synergies n'existent pas ou ont été surévaluées par un modèle portant sur une cible qui, dès le départ, n'était potentiellement pas la bonne. Au final, sans processus rigoureux, les valorisations convergent vers le prix d'autres acquisitions – c'est là où le potentiel de destruction de valeur fait surface.

La solution

Voici donc le secret : *toutes* les acquisitions ne sont pas problématiques, mais celles qui sont mal conçues ou imparfaitement mises en œuvre le deviennent très vite. Les dirigeants *peuvent* générer une précieuse croissance grâce aux fusions-acquisitions. Pour ce faire, il leur faut comprendre que les acquisitions sont uniques et risquées et, par conséquent, qu'il leur faut dépenser leurs capitaux avec soin. Les chefs d'entreprise doivent se demander si eux et leurs équipes ont effectué le travail de préparation stratégique, évalué correctement les synergies spécifiques et préparé l'après-acquisition qui pourrait leur donner le droit de dépenser ces précieux capitaux.

Relever le défi de l'acquisition exige beaucoup de travail et de discipline. En outre, d'innombrables difficultés conduisent les dirigeants à devoir gérer la valorisation, les réactions des concurrents, les attentes et incertitudes des employés, la communication avec les investisseurs et les collaborateurs ou l'organigramme de la nouvelle organisation. Voilà ce qui explique l'échec de tant d'entreprises, ainsi que le scepticisme de certains investisseurs.

Il y a une science de l'acquisition. Nous comptons vous guider pas à pas dans la conception et la mise en œuvre d'une stratégie d'acquisition qui évite les pièges dans lesquels tombent tant d'entreprises : comment communiquer les promesses de performance que vous faites en payant une prime ? Comment débloquer les synergies promises ? Comment gérer le changement et construire une nouvelle culture

d'entreprise ? Comment créer de la valeur pour les actionnaires et la préserver à long terme ?

Nous avons appris les réponses à ces questions à la sueur de nos fronts, à travers des années de recherche, d'innovation et d'expérience sur le terrain. Nous avons à nous deux plus de 50 ans d'expérience en fusion-acquisition, couvrant l'intégralité du spectre allant d'acquisitions à plusieurs milliards de dollars aux plus petits des détourages. Nous avons passé des années en coulisse à aider des entreprises à définir leur stratégie de fusion-acquisition, à réaliser un audit préalable testant la pertinence de l'opération, à se préparer pour le jour de l'annonce et à mener à bien une intégration postfusion.

Nous avons écrit ce livre afin d'épauler les entreprises qui envisagent de recourir aux fusions-acquisitions pour croître. Il devrait aider les dirigeants à préparer et à comprendre comment incorporer les fusions-acquisitions à leur stratégie, partant de l'élaboration d'une liste de cibles potentielles, puis passant en revue le processus général avec en tête l'idée d'améliorer les chances de réussite des opérations – et ainsi de tenir les promesses faites aux actionnaires, aux employés et aux clients. Ce livre est en outre destiné aux cadres sur qui reposent les audits et la planification des synergies, et qui ont à charge de faire en sorte que la fusion marche et tienne ses promesses – même s'ils ne l'ont apprise que le jour de l'annonce.

Fusions & acquisitions : dégagez des synergies et gagnez au jeu des M&A offre une vision complète des fusions-acquisitions. Cet ouvrage fournit des éléments de contexte aux dirigeants envisageant de réaliser des fusions-acquisitions, portant leur attention sur les sujets principaux et indiquant comment les analyser et les mettre en œuvre efficacement. Il aidera également ceux qui ont entamé un processus de fusion-acquisition à maximiser leurs chances de réussite.

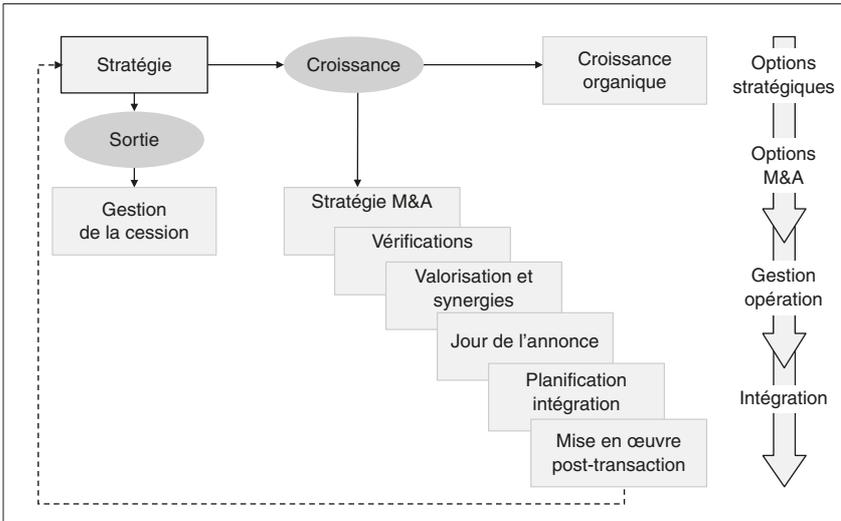
Les cinq règles suivantes nous ont servi de boussole et devraient être au cœur des réflexions des équipes de direction et des conseils d'administration au moment d'intégrer les fusions-acquisitions à leur stratégie de croissance. Ces règles deviendront encore plus évidentes au fil de ce voyage.

1. Les acquisitions réussies doivent à la fois permettre à une entreprise de battre ses concurrents *et* de récompenser ses investisseurs.
2. Les processus de croissance doivent *en même temps* permettre à une entreprise de dénicher de bonnes opportunités et d'éviter les mauvaises.
3. Les acquéreurs préparés (que nous appelons les entreprises « toujours prêtes ») ne sont pas forcément des acquéreurs actifs – ils savent être patients car ils savent ce qu'ils veulent.
4. Une bonne intégration postfusion (IPF, en anglais *post-merger integration* ou PMI) ne sauvera pas une mauvaise opération, mais une mauvaise IPF peut en ruiner une bonne (soit une opération pensée stratégiquement et avec un prix réaliste).
5. Les investisseurs sont méticuleux et vigilants ; ils sentent qu'une transaction est mal pensée dès l'annonce et suivront avec attention les résultats.

Les chapitres

Fusions & acquisitions : dégagez des synergies et gagnez au jeu des M&A propose une cascade unique en son genre qui mène le lecteur à mieux comprendre la planification préannonce, la prime d'acquisition, les promesses faites aux investisseurs, l'annonce, ainsi que la façon de tenir lesdites promesses faites aux investisseurs (voir figure 1.2).

Autrement dit, il couvre l'intégralité du processus en développant une méthodologie qui s'applique à plusieurs niveaux de l'entreprise. Il vous fournit les outils nécessaires visant à distinguer une acquisition intelligente d'une acquisition mal préparée, à bien communiquer les données économiques à différentes parties prenantes et à mettre en œuvre ce qui est essentiel à la fructification de l'investissement.

FIGURE 1.2 La cascade des fusions-acquisitions

Nous avons organisé le livre autour d'une série de questions correspondant aux différentes étapes du processus. La première de ces questions, « Suis-je prêt pour acheter ? », fait l'objet du **chapitre 2**. Celui-ci démontre que la plupart des entreprises sont avant tout réactives – elles répondent aux opportunités qui se présentent – plutôt que proactives en créant une liste de cibles à suivre. Ce chapitre explique pourquoi et comment les entreprises devraient se préparer en amont, en particulier en matière de stratégie et de gouvernance, et établit les bases de la logique qui guide le reste de l'ouvrage.

Le **chapitre 3** vous demande « L'opération a-t-elle un sens ? » en détaillant trois types d'audits préalables : financier, commercial et opérationnel. L'audit préalable est, à tort, souvent considéré comme un mal nécessaire – ou comme une simple lecture des bilans comptables. Ce chapitre défend à l'inverse l'idée qu'un processus de vérification robuste et avisé, ancré dans votre stratégie d'investissement, vous aidera non seulement à bien évaluer votre opération potentielle et à identifier des obstacles à l'intégration, mais aussi à vous indiquer quand passer votre tour.

Le **chapitre 4** se penche sur les conséquences de l'exercice de valorisation et pose la question : « De combien ai-je besoin ? » Il détaille

une approche à la fois démontrée théoriquement et directe basée sur la notion bien connue de valeur ajoutée économique (VEA, en anglais *economic value added* ou EVA), afin de valoriser une cible et les potentielles synergies. Cette méthode consiste, tout d'abord, à examiner l'acquéreur et la cible isolément de sorte à comprendre la trajectoire de performance qu'attendent les investisseurs. Ensuite, nous ajoutons la prime d'acquisition aux nouveaux capitaux alloués en payant la totalité des actions de la cible au prix du marché (et en reprenant sa dette). L'objectif est d'obtenir les améliorations promises par l'acquéreur et de comprendre la manière dont la prime doit se traduire en améliorations du point de vue des bénéfices net d'impôt, c'est-à-dire les synergies – des calculs que les investisseurs peuvent faire (et feront) d'eux-mêmes.

Le **chapitre 5** pose la question suivante : « Auront-ils des raisons de se réjouir le jour de l'annonce ? » Les réactions initiales des investisseurs donnent le ton et auront un impact sur toutes les parties prenantes. Quand d'importantes fusions-acquisitions sont annoncées au marché, elles sont généralement organisées professionnellement et considérées comme des fêtes par les dirigeants de l'acquéreur comme par ceux de la cible. Cependant, les acquéreurs feraient mieux de considérer l'annonce non comme une fête mais plutôt comme une présentation bien calibrée dont le but est de communiquer l'importance de la transaction à toutes les parties prenantes.

Les chapitres 6 et 7 forment un tandem qui se penche sur l'organisation postacquisition. Leur but est d'éviter le chaos qui peut survenir à la suite d'une mauvaise organisation et de capitaliser sur l'élan de la transaction afin de rallier les troupes, dynamiser les clients et poser les bases des résultats à faire valoir auprès des investisseurs. Le **chapitre 6**, « Comment vais-je mettre en œuvre ma vision et tenir mes promesses ? Partie I », explique comment tenir les promesses de votre stratégie d'acquisition lors de la gestion de l'intégration post-transaction. Il se penche en particulier sur le rôle joué par le bureau de gestion de l'intégration (BGI, en anglais *Integration Management Office* ou IMO) – une structure temporaire qui gère l'intégration au niveau à la fois de la direction et des équipes opérationnelles.

Le **chapitre 7**, « Comment vais-je mettre en œuvre ma vision et tenir mes promesses ? Partie II », se penche sur les processus au cœur de l'intégration et explique comment s'y préparer dès le premier jour. Nous nous concentrons ici sur les processus transverses qu'on retrouve dans la grande majorité des structures d'intégration – avant l'intégration elle-même – et qui sont supervisés par le BGI : conception de l'organigramme, planification des synergies, communication et conditions de travail des employés, ainsi que préparation au jour¹².

Le **chapitre 8** pose la question « Mes rêves deviendront-ils réalité ? » et se concentre sur les tâches clés de l'équipe d'exécution postacquisition : faire la transition entre les processus préacquisition et les nouveaux processus avec pour objectif de faire tourner la structure combinée dès que possible et de tenir les objectifs de synergies. Plus l'exécution postacquisition dure, moins il est probable que la direction puisse honorer les promesses de performance faites avant l'acquisition. Sur un marché difficile, cela peut non seulement entraîner des ajustements au niveau des recettes attendues mais aussi empêcher la direction de consolider les résultats financiers atteints avant l'acquisition.

Le **chapitre 9**, « Le conseil d'administration peut-il éviter le piège des synergies ? », fournit plusieurs outils susceptibles d'aider les conseils d'administration à repérer les opérations pouvant susciter des réactions défavorables du marché. Il fournit aussi un modèle commun visant à encourager des discussions plus avisées quant aux opérations les plus importantes. Ces outils aideront à réduire l'écart entre ce que croit la direction et ce que les investisseurs sont susceptibles de penser *avant* l'épreuve des marchés. Sans ces outils, le conseil d'administration n'est pas en mesure de répondre à la

.....
12 Soulignons que nous entendons par « conclure » une opération le fait que la transaction est finalisée et que le transfert de propriété a eu lieu. Le processus de clôture peut durer une journée ou parfois plusieurs jours pour des opérations importantes ou complexes. Le « jour 1 » est le premier jour d'opération combinée, le jour où le transfert de propriété a eu lieu – en principe, immédiatement après la conclusion. Pour les entreprises cotées, le jour 1 se matérialise souvent par le premier jour d'échange sous son nouveau nom de l'action de l'entreprise combinée. C'est également le jour où les salaires et les créances envers les fournisseurs incombent à l'entité de contrôle. Nous utilisons « jour 1 » et « clôture » de manière interchangeable.

question fondamentale : **comment l'opération affectera-t-elle le prix de notre action, et pourquoi ?**

Enfin, le **chapitre 10**, « Faire fonctionner les fusions-acquisitions », clôt le livre en passant en revue la cascade des fusions-acquisitions. Si vous commettez une erreur, non seulement votre action va baisser lors de l'annonce, mais vous serez coincé avec votre acquisition pendant des années de souffrance avant de finalement la vendre sous la contrainte. En parcourant *Fusions & acquisitions : dégagez des synergies et gagnez au jeu des M&A*, vous pouvez défier le mauvais sort et devenir un acquéreur averti qui sait tirer profit des fusions-acquisitions en les menant à bien.