

FUSIONS ACQUISITIONS

Olivier Meier
Guillaume Schier

FUSIONS ACQUISITIONS

Tous les principes
et outils à connaître

7^e ÉDITION

12 000
exemplaires
vendus

DUNOD

Éditorial : Innocentia Agbe, Sandrine Paniel, Manon Housset

Fabrication : Pauline Riou

Couverture : Studio Dunod, Elizabeth Riba

Mise en page : Belle Page

NOUS NOUS ENGAGEONS EN FAVEUR DE L'ENVIRONNEMENT :



Nos livres sont imprimés sur des papiers certifiés pour réduire notre impact sur l'environnement.



Le format de nos ouvrages est pensé afin d'optimiser l'utilisation du papier.



Depuis plus de 30 ans, nous imprimons 70 % de nos livres en France et 25 % en Europe et nous mettons tout en œuvre pour augmenter cet engagement auprès des imprimeurs français.



Nous limitons l'utilisation du plastique sur nos ouvrages (film sur les couvertures et les livres).

© Dunod, 2023 pour la présente édition
11 rue Paul Bert, 92240 Malakoff
www.dunod.com

ISBN : 978-2-10-085555-1

SOMMAIRE

Préface	1
Introduction	3
PARTIE 1 ENJEUX ET CARACTÉRISTIQUES DES FUSIONS-ACQUISITIONS	5
Chapitre 1 Le développement par fusions-acquisitions	7
1 • Fusions-acquisitions : pratiques de la croissance externe	7
2 • Caractéristiques des fusions-acquisitions	7
3 • Comparaisons avec les autres modes de développement	10
4 • Principales classifications existantes	13
Chapitre 2 Les fondements théoriques	15
1 • La mise en œuvre de synergies	15
2 • Le pouvoir de marché	16
3 • Les asymétries d'information	17
4 • Le comportement managérial au sein des firmes	18
5 • Les coûts d'agence et leurs extensions	18
6 • Objectifs et motivations stratégiques	21
7 • Accroître son pouvoir de domination et d'influence	21
8 • Capturer des ressources spécifiques	22
9 • Prendre position sur un nouveau marché	24
10 • Se renouveler, se régénérer	25
11 • Les motifs stratégiques défensifs	27

12 • Consolider ses positions dans des secteurs à maturité	27
13 • S'adapter aux évolutions technologiques	28
14 • Acquérir une taille critique	29
15 • Entraver les actions d'un concurrent gênant	30
16 • Limiter les entrées au sein du secteur	31
17 • La recherche de synergies opérationnelles	32
18 • Synergies de coûts liées aux effets de volume	33
19 • Synergies de coûts liées au partage de ressources	34
20 • Synergies de croissance	34
21 • Synergies : motifs ou justifications ?	35
Chapitre 3 Performance et typologie des fusions-acquisitions	39
1 • Les différentes vagues de fusions-acquisitions	40
2 • La typologie des opérations	42
3 • Les caractéristiques récentes du marché	47
4 • Comment mesure-t-on la performance d'une opération ?	55
5 • L'analyse globale de la performance : un bilan mitigé	57
6 • Les résultats obtenus par type d'opération	58
7 • Les principaux gagnants : les actionnaires de la cible	62
Chapitre 4 Formes juridiques et montages financiers	67
1 • Les mécanismes de l'acquisition par achat d'actions	67
2 • Le traitement des survaleurs	69
3 • Le cas particulier des offres publiques d'achat (OPA)	74
4 • Les mécanismes de l'acquisition par échange d'actions	81
5 • Le traitement des survaleurs	84
6 • Le cas particulier des offres publiques d'échange (OPE)	85
7 • Le cas particulier des offres mixtes et des offres alternatives	87
8 • La fusion-absorption	89
9 • La fusion par création d'une société nouvelle	95
10 • Les étapes clés du processus juridique d'une fusion	97
11 • L'acquisition ou la location-gérance d'un fonds de commerce	102
12 • L'acquisition d'une entreprise individuelle	105
13 • L'acquisition des parts sociales ou d'actions	106
14 • Les opérations de cession	108
15 • Les opérations de scission (<i>split-up, spin-off, split-off</i>)	108
16 • Les opérations de <i>carve-out</i>	112

PARTIE 2 MONTAGE ET MISE EN ŒUVRE DES OPÉRATIONS DE FUSIONS ET D'ACQUISITIONS	115
Chapitre 5 La phase de préparation	117
1 • Les voies de développement possibles	121
2 • Les arguments en faveur de la croissance externe	127
3 • Constituer une équipe projet	133
4 • Fixer l'agenda stratégique du projet	134
5 • Fixer les hypothèses en termes de répartition du pouvoir	135
6 • Présélection des cibles	137
7 • Analyse stratégique de la cible	139
8 • Évaluation financière de la cible	140
Chapitre 6 La phase de négociation	159
1 • Positionner l'opération : amicale ou hostile	160
2 • Organiser les négociations : procédures et pratiques	174
3 • S'entendre sur l'objet et le paiement de la transaction	183
4 • Structurer l'acquisition via un LBO	188
5 • Adapter la politique financière du nouvel ensemble	198
6 • Appréhender les différents critères de la création de valeur	203
7 • Évaluer les synergies	206
8 • Estimer la valeur potentielle du nouvel ensemble	208
9 • S'assurer de la faisabilité de la transaction	214
10 • Examiner les actifs et passifs : les audits d'acquisition	215
11 • Se protéger : la négociation des garanties de passif	224
12 • La rédaction du protocole d'accord	227
13 • L'obtention des autorisations administratives nécessaires et l'information des parties prenantes concernées	228
14 • La signature du contrat définitif	231
Chapitre 7 La phase d'intégration	233
1 • Gérer la transition avant l'intégration	236
2 • Le choix de l'intégration par préservation de la cible	237
3 • Le choix de l'intégration par rationalisation de la cible	240

4 • Le choix d'une intégration de type symbiotique	244
5 • Identifier les risques culturels de l'opération	251
6 • Comprendre les différents types de conflits et de blocages	256
7 • Clarifier et préciser le rôle des dirigeants	259
8 • Repérer les éléments symboliques de la cible	261
9 • Élaborer un plan de communication précis	263
10 • Organiser le changement en fonction des enjeux	268
11 • Le facteur temps dans le cas des fusions-acquisitions	271
Chapitre 8 Les erreurs managériales à éviter	275
1 • La focalisation sur une cible	276
2 • L'imitation de la concurrence	277
3 • L'absence de remise en cause	278
4 • La confiance excessive accordée aux experts	279
5 • Le refus de la confrontation	280
6 • L'excès d'optimisme ou l'hypothèse d' <i>hubris</i>	281
7 • La tendance à la précipitation	282
8 • Le refus de renoncer au projet	283
9 • L'arrogance managériale	284
10 • L'apathie	285
11 • L'excès de rationalisation	285
PARTIE 3 ÉTUDES DE CAS	289
Cas 1 Évaluation d'une stratégie d'acquisition	291
1 • Les étapes du développement de l'entreprise Elan	292
2 • Questions – Discussions	299
3 • Commentaires	304
Cas 2 Évaluation d'une opération d'acquisition mixte	307
1 • La situation de l'acquéreur avant l'opération	308
2 • La situation de la cible avant l'opération	308
3 • Caractéristiques de l'opération envisagées – Questions	309
4 • Proposition de réponses	309

Cas 3 Acquisition d'un hypermarché par effets de levier (LBO)	317
1 • Données	318
2 • Questions	319
3 • Proposition de réponses	320
Conclusion	325
Postface	327
Glossaire	329
Bibliographie	335
Index	349

PRÉFACE

Le livre d'Olivier Meier et Guillaume Schier nous fait pénétrer au cœur des motivations des opérations de fusions-acquisitions, de leurs avantages, mais aussi de leurs difficultés de mise en place.

D'opérations soigneusement élaborées dans une liste d'acquisitions prévues à celles isolées réalisées dans l'urgence du fait d'une forte contrainte stratégique (modification subite de la taille d'un marché), toute la palette des situations envisageables est passée en revue. Les différentes motivations sont également étudiées en détail. En effet, ce mode de croissance, tout de même exceptionnel, est aujourd'hui utilisé par tous les groupes de sociétés pour gagner du temps, s'adapter, capter un marché, développer des synergies ou renforcer et défendre leur position.

Mais si la puissance de l'outil fusion-acquisition est reconnue par tous comme offrant à l'entreprise un degré de liberté supplémentaire au niveau de sa stratégie, si ses modalités juridiques de mise en œuvre sont maîtrisées, il reste à réaliser l'intégration des deux entités co-contractantes, et là, beaucoup d'efforts doivent y être consacrés. En effet, les fusions-acquisitions engendrent leurs propres risques, et il n'est pas évident de réussir à améliorer les résultats du nouvel ensemble.

Pour tenter de mener à bien ces projets de regroupement, Olivier Meier et Guillaume Schier nous proposent une démarche qui devrait faciliter l'occurrence d'un résultat satisfaisant. D'un point de vue très pragmatique, ils mettent en relief les étapes cruciales de mise en œuvre du dispositif « fusion-acquisition », qu'ils présentent à l'aide d'une logique de processus.

Durant la phase de préparation, ils mettent l'accent sur la sélection et l'évaluation des cibles potentielles, puis lors de la phase de négociation, sur la création de valeur et l'organisation de la prise de contrôle.

Suit alors la phase d'intégration où l'on constate souvent que si les effets de volumes sont immédiats, la réalisation d'économies d'échelle et la mise en œuvre de synergies demandent beaucoup d'efforts et d'ingéniosité. Les auteurs signalent enfin les erreurs les plus courantes à éviter lors de ces trois périodes.

Une annexe traitant trois cas complets termine leur exposé. Au total, parmi les ouvrages consacrés aux opérations de fusions-acquisitions, celui d'Olivier Meier et Guillaume Schier, très bien documenté et émaillé d'exemples concrets, constitue une excellente synthèse de l'état des connaissances, ce qui en fait sans aucun doute un manuel de référence à destination d'un public varié (étudiants, responsables d'entreprises).

Patrick NAVATTE

Président honoraire de l'université Rennes I

INTRODUCTION

Cet ouvrage trouve son origine dans le rôle et l'influence grandissants que connaissent les opérations de fusions-acquisitions dans le cadre de la politique de développement des firmes. En effet, si la croissance par fusions-acquisitions est depuis la fin des années 1960 un objet d'attention, la libéralisation des mouvements de capitaux, le développement des marchés financiers, l'internationalisation de l'économie et la déréglementation ont été propices au développement de ces opérations.

Ces opérations concernent aussi bien les groupes cotés qui s'orientent actuellement vers des logiques de recentrage et de consolidation de leurs activités au plan mondial, que les entreprises non cotées devant faire face à des problèmes de croissance ou de succession. Elles constituent par conséquent l'un des principaux modes de développement à la disposition des entreprises pour améliorer leur position stratégique au sein de leur environnement respectif.

Pourtant, les opérations de fusions-acquisitions continuent de susciter de nombreuses interrogations sur leur efficacité économique. En effet, s'il existe incontestablement un intérêt pour ce type de rapprochement, la réalité des opérations montre une difficulté pour les entreprises d'améliorer les performances du nouvel ensemble. Dans un grand nombre de cas, estimé à près de 50% des transactions opérées, les fusions-acquisitions se révèlent des manœuvres décevantes sur le plan économique, sans compter les plans de restructuration et de licenciement qui accompagnent généralement ces regroupements.

Ces différentes questions posent par conséquent le problème de la gestion stratégique de ces opérations et de la nécessaire maîtrise des processus de croissance externe. En effet, quelles sont les logiques économiques sous-jacentes aux fusions-acquisitions? Dans quelle mesure peut-on évaluer et mesurer leur performance?

Quelles sont véritablement les actions permettant d'améliorer l'efficacité et la rentabilité de ces opérations? Quelles sont les spécificités à prendre en compte lorsque l'on cherche à acquérir des PME/TPE? Comment revenir sur une acquisition par cession ou par scission? Autant de questions qui imposent aujourd'hui d'analyser les enjeux et les risques associés aux différentes phases du processus, en associant autant que possible la stratégie, la finance et le management.

Les pages qui suivent tentent de répondre à ces interrogations. Elles mettent en particulier l'accent sur les étapes critiques d'un processus de fusion-acquisition, de la phase de préparation à sa mise en œuvre opérationnelle. Ainsi, la première partie du livre est consacrée à l'analyse des caractéristiques et motivations de la croissance par fusion-acquisition et à la présentation des principaux aspects financiers et juridiques de ces opérations. La deuxième partie est essentiellement orientée sur la conduite de ces opérations à partir d'un examen attentif des pièges et critères à prendre en compte dans le montage et la mise en œuvre d'une fusion-acquisition.

Cet ouvrage offre par conséquent une présentation globale du traitement des opérations de fusions-acquisitions, à la fois sous un angle théorique et pratique. Il formalise les enseignements dispensés par les auteurs depuis plusieurs années et leurs expériences de la pratique de ces opérations. Il se révèle ainsi un guide utile pour les dirigeants qui souhaitent initier une politique de fusions-acquisitions, pour les cadres et responsables amenés à gérer ou à vivre la réalité de ces opérations, et pour les étudiants en gestion et en économie qui souhaiteraient approfondir le thème de la croissance externe.

PARTIE 1

ENJEUX ET CARACTÉRISTIQUES DES FUSIONS- ACQUISITIONS

Le développement par fusions-acquisitions	Chapitre 1
Objectifs et motivations stratégiques	Chapitre 2
Performance et typologie des fusions-acquisitions	Chapitre 3
Formes juridiques et montages financiers	Chapitre 4

Le développement par fusions-acquisitions constitue, aujourd'hui, l'un des modes de développement les plus répandus. La partie 1 propose de rendre compte de la complexité de ce mode de croissance et se divise en quatre chapitres.

Le chapitre 1 porte sur les propriétés de ce mode de développement et ses différences avec la croissance interne et la croissance par alliances/coopération. Il se termine par une synthèse des principaux fondements théoriques associés à la croissance externe.

Le chapitre 2 traite des objectifs et motivations stratégiques des fusions-acquisitions. Il recense, à l'appui d'exemples et d'illustrations, les différentes raisons qui conduisent les firmes à opter pour ce mode de croissance.

Le chapitre 3 concerne les liens entre croissance par fusions-acquisitions et création de valeur. Il resitue la nature et la performance des opérations sous un angle historique. Il met enfin l'accent sur la répartition de la valeur, en distinguant les gagnants et les perdants de ce type d'opération.

Si la croissance externe constitue une option essentielle dans le développement de la firme, ses pratiques n'en sont pas moins multiples. En effet, il existe à la disposition de l'entreprise initiatrice différentes formes juridiques et montages financiers associés à ce type d'opération. Ce repérage fait l'objet du chapitre 4.

1 • LE DÉVELOPPEMENT PAR FUSIONS- ACQUISITIONS

Le développement par fusions-acquisitions s'inscrit en général dans le champ de la croissance externe. Il est proposé de clarifier les différentes définitions relatives à ce mode de croissance et à ses principales pratiques. En particulier, ce chapitre aborde les avantages et inconvénients de la croissance externe par rapport aux autres formes de développement que sont la croissance interne et la croissance conjointe. Une attention est également accordée aux différentes classifications existant dans le domaine de la croissance externe et plus particulièrement des fusions-acquisitions. Le chapitre se termine par une présentation des fondements théoriques associés à cette manœuvre stratégique.

1 • FUSIONS-ACQUISITIONS : PRATIQUES DE LA CROISSANCE EXTERNE

Cette section présente les caractéristiques associées aux opérations de fusions-acquisitions. Elle s'intéresse en particulier à leurs utilisations potentielles dans le cadre de stratégie de croissance externe. Elle montre dans quelle situation ce type d'opérations est privilégié par les entreprises.

- **Caractéristiques des fusions-acquisitions**

Les fusions-acquisitions sont des opérations de regroupement ou de prises de contrôle d'entreprises cibles, réalisées par l'intermédiaire d'un achat ou d'un échange d'actions. Dans le cas des acquisitions, les actifs de l'entreprise cible sont détenus

indirectement par l'acheteur à travers la détention d'actions qui définissent son droit de propriété sur la cible. En tant que telles, ces opérations constituent l'une des principales pratiques de la croissance externe. On entend par croissance externe, un mode de développement fondé sur la prise de contrôle de moyens de production déjà organisés et détenus par des acteurs extérieurs à l'entreprise. Selon cette perspective, la croissance externe provoque le passage de l'entreprise cible sous la coupe d'un nouvel acteur économique, l'acquéreur, qui détient une autorité de droit sur la structure acquise (droits de propriété).

Les fusions-acquisitions sont avant tout des pratiques de réalisation (à connotation juridique) permettant de mettre en œuvre une stratégie de croissance externe. Elles ne constituent donc pas une stratégie¹ en soi. Elles sont essentiellement un moyen au service du développement de l'entreprise. On peut d'ailleurs noter qu'il existe d'autres modalités de croissance externe à la disposition des entreprises, comme l'achat direct d'actifs en ordre de fonctionnement (achat d'une usine). Il est à noter que les opérations de fusions-acquisitions ne sont pas des pratiques exclusives de la croissance externe et peuvent par conséquent servir d'autres objectifs. C'est le cas par exemple d'une fusion entre deux sociétés d'un même groupe, dans le but de rationaliser la gestion des activités aux plans administratif et juridique. Dans ce cas, le regroupement relève d'une logique de fusion, sans qu'il y soit pour autant question d'une politique de croissance externe. Il s'inscrit avant tout dans une perspective de réorganisation interne, où l'entreprise cherche à combiner des ressources déjà en sa possession.

Dans cet ouvrage, les fusions-acquisitions sont abordées essentiellement sous l'angle de la croissance externe. Pour des raisons de commodité, il peut nous arriver d'employer les termes de fusions-acquisitions pour désigner la croissance externe, même s'il convient en théorie de dissocier la stratégie et ses pratiques. Le développement par fusions-acquisitions demeure un objet d'interrogation, en raison d'une gestion particulièrement délicate à orchestrer pour l'entreprise initiatrice. Comme toute opération de croissance, ce mode de développement est soumis à des incertitudes stratégiques. Le risque associé à ces manœuvres mérite toutefois d'être souligné, en raison de résultats très décevants et de la faible maîtrise de ses caractéristiques :

- la moitié des opérations de fusions-acquisitions sont considérées comme des échecs par les parties concernées et induisent généralement des coûts élevés pour les organisations, très souvent difficiles à rattraper. On peut généralement estimer à environ 50 % le taux d'échec pour ce type d'opérations, situant la croissance externe comme l'une des options les plus difficiles à valoriser sur le plan économique ;

1. On entend, par stratégie, l'ensemble des choix qui mettent en jeu les grandes orientations de l'activité et les structures même de l'entreprise. Les décisions stratégiques concernent généralement des décisions relatives aux métiers de l'entreprise (et à ses domaines d'activité), à son organisation interne (type de structure/mode de fonctionnement) et à ses relations avec l'extérieur (actionnaires, clients, fournisseurs, partenaires).

- le processus de fusions-acquisitions est un processus hautement stratégique et difficilement réversible (sauf refus des autorités de contrôle), compte tenu de la pression exercée sur les parties, de la réalité juridique de l'opération et des efforts généralement consentis en termes de ressources. Dans la plupart des organisations, ces manœuvres présentent également un caractère singulier qui limite la capacité d'apprentissage et la gestion des expériences. Même dans le cas d'opérations comparables, l'expérience accumulée dans le domaine se heurte généralement aux qualités propres des entités et aux caractéristiques distinctives d'une dynamique relationnelle. Si les mécanismes d'apprentissage peuvent donc contribuer à une meilleure efficacité, ils apparaissent néanmoins comme une source potentielle de biais cognitifs, facteurs d'erreurs ;
- les décisions de fusions-acquisitions se prennent généralement dans l'urgence, sous la pression des concurrents et des événements, ce qui conduit à des risques fréquents de précipitation. Il peut ainsi arriver que les fusions-acquisitions se déroulent dans un contexte d'informations limitées (connaissance partielle de la cible – en particulier dans le cas d'opérations hostiles), ou de préparation insuffisante. C'est notamment le cas lorsque la cible dispose d'activités différenciées ou se trouve située dans des pays mal connus par l'acheteur ;
- les fusions-acquisitions sont souvent l'objet d'une surexposition médiatique qui rend parfois visibles des enjeux que l'acheteur souhaiterait garder confidentiels. Il en va de même en ce qui concerne les réponses à apporter aux différentes parties prenantes. L'acquéreur doit en effet justifier *a priori* une démarche stratégique à des partenaires disposant généralement d'intérêts divergents. Cette visibilité excessive, associée à une nécessité de transparence, rend dès lors particulièrement difficile la gestion de ces opérations. L'acheteur doit en permanence composer entre le souci de transparence et le besoin de préservation face à des concurrents à l'écoute de la moindre indiscretion sur les choix stratégiques du nouvel ensemble ;
- le management des fusions-acquisitions revêt un caractère excessivement complexe. Il nécessite de la part de l'acheteur une capacité à intégrer dans le même ensemble des équipes de cultures différentes, en évitant les risques de domination abusive, de concurrence ou de démotivation. Les fusions-acquisitions peuvent en effet provoquer chez les employés de l'entreprise acquise des réactions de stress et d'anxiété et conduire au développement d'attitudes hostiles à l'égard de l'entreprise acheteuse, par le biais d'un manque de loyauté, d'absence d'engagement ou de résistance au changement. On estime entre 3 et 5 ans le temps nécessaire pour réaliser dans de bonnes conditions l'intégration managériale et culturelle de l'entreprise acquise.

Pour toutes ces raisons, les opérations de fusions-acquisitions constituent un thème central dans la stratégie des firmes, particulièrement intéressant à étudier et qui, sans une démarche attentive de son management durant les différentes phases du processus, peut engendrer des résultats différents de ceux escomptés, sources

d'insatisfaction et de désillusion. Il est proposé ci-après une analyse comparative des différentes formes de développement utilisées par l'entreprise, à savoir : le développement par fusions-acquisitions (croissance externe), le développement interne (croissance interne), le développement par alliances (croissance conjointe).

• Comparaisons avec les autres modes de développement

Le développement par fusions-acquisitions constitue l'un des principaux moteurs de la croissance externe et s'oppose dans ses principes aux politiques de croissance interne. Elle est revanche proche de la croissance conjointe avec laquelle il ne faut cependant pas la confondre, les caractéristiques, les enjeux et les risques associés étant de nature fondamentalement différente.

Comparaison avec la croissance interne

Bien que l'opposition croissance interne/croissance externe soit quelque peu brutale², elle présente l'intérêt de distinguer deux options fondamentales dans le développement de la firme, en ce qui concerne son mode de fonctionnement (autonome ou concerté), et le choix en matière de création de ressources. En effet, pour assurer son développement, une entreprise a généralement le choix entre accroître son capital productif par croissance interne ou prendre le contrôle d'actifs disponibles dans d'autres entreprises en ayant recours à la croissance externe. La croissance interne correspond à un développement progressif et continu de l'entreprise, fondé sur un accroissement des capacités existantes ou la création de nouvelles capacités productives ou commerciales. Cette stratégie permet de préserver l'indépendance économique et financière de l'entreprise. Elle est particulièrement bien adaptée aux stratégies de spécialisation à travers une politique de renforcement ou d'extension des activités existantes. Ce mode de croissance trouve toutefois rapidement ses limites, en raison de la difficulté de la firme à disposer en interne des ressources suffisantes pour continuer à progresser et innover. La croissance externe est un mode de développement permettant à l'entreprise de contrôler des actifs déjà productifs sur le marché et initialement détenus par d'autres firmes. Elle donne à l'acheteur la possibilité d'accroître rapidement sa capacité de production, en lui faisant économiser les délais de maturation d'un investissement productif. La croissance externe, comme d'autres options stratégiques, est considérée comme ayant une forte influence sur la création ou la destruction de valeur de la firme. De manière générale, le choix entre ces deux modes de développement (croissance interne *versus* croissance externe) est étroitement dépendant du type d'entreprises et de la stratégie poursuivie. Leurs

2. Dans la pratique, en fonction des événements et des circonstances, il peut arriver qu'une des options s'impose à l'entreprise, sans qu'il y ait eu nécessairement besoin d'une analyse stratégique approfondie (contraintes spécifiques, opportunités à court terme...).

atouts et faiblesses doivent par conséquent être appréciés au regard des objectifs et contraintes de l'entreprise étudiée. Bien qu'il s'agisse de logiques différentes, on peut souligner que ces deux options ne sont en rien incompatibles et sont même très souvent associées.

Tableau 1.1 – Avantages et inconvénients de la croissance externe vs croissance interne

	Avantages	Inconvénients	Types d'entreprises principalement concernées
Croissance interne	<ul style="list-style-type: none"> Exploitation d'un domaine connu permettant de capitaliser sur l'expérience et le savoir accumulé Maintien de l'identité de l'entreprise Préservation de l'indépendance Absence de réorganisation ou de restructuration 	<ul style="list-style-type: none"> Vulnérabilité de l'activité en cas de changement de conjoncture ou de maturité du marché Difficultés pour atteindre une taille critique suffisante Délais d'apprentissage longs 	<ul style="list-style-type: none"> TPE et PME familiales non cotées en bourse Entreprises ayant fait le choix de la spécialisation
Croissance externe	<ul style="list-style-type: none"> Accès rapide à de nouveaux domaines d'activités Développement à l'international Exploitation de synergies de coûts ou de complémentarités Augmentation du pouvoir de marché de l'entreprise – réduction de la concurrence 	<ul style="list-style-type: none"> Besoins en capitaux élevés Problèmes de coordination et de contrôle des activités regroupées Coût de l'intégration physique des activités (réorganisation) Impact psychologique de l'opération sur le climat social Intégration culturelle et managériale des entités délicate 	<ul style="list-style-type: none"> Grandes entreprises, entreprises globales ou mondiales Entreprises ayant fait le choix de la diversification ou de l'intégration verticale

Comparaison avec la croissance conjointe

Aux côtés de la croissance interne et de la croissance externe peut être classée une troisième forme de développement, constituée par les coopérations et les alliances entre firmes. On entend par alliance³, une association entre deux ou plusieurs

3. Cette forme de développement est parfois désignée sous le nom de croissance conjointe (Paturel, 1997).

entreprises, en vue de réaliser un projet ou développer conjointement une activité spécifique en coordonnant les compétences, les moyens et les ressources. L'alliance n'est donc pas associée à une catégorie juridique déterminée et peut par conséquent recouvrir différentes situations possibles, depuis la coopération commerciale (sous-traitance, accords de licence, franchise) à la création *ex nihilo* d'une structure juridique nouvelle (filiale commune ou consortium)⁴.

*Il est proposé ici de s'intéresser plus particulièrement à la forme d'alliance la plus proche des opérations de fusions-acquisitions, à savoir le développement par deux entités d'une nouvelle société (filiale commune) en vue de réaliser un objectif stratégique commun*⁵. Il s'agit par conséquent ici d'alliance stratégique (avec apport de capital), et non pas d'accord ponctuel comme pour une sous-traitance. Ce mode de développement rappelle en effet celui de la croissance par acquisition, en inscrivant la relation dans un cadre formel et en offrant aux deux partenaires des avantages liés à la taille de la nouvelle entité (réduction des coûts/économies d'échelle) et à la coordination commune de ressources. L'alliance stratégique permet à des entreprises de faire ensemble ce qu'elles ne pourraient pas réaliser seules. Elle peut également modifier la position des acteurs au sein de l'environnement et est par conséquent soumise à différents mécanismes de contrôle (information des autorités de marché, protection des intérêts des actionnaires minoritaires). Enfin, à l'instar de la croissance externe, ce mode de croissance constitue un important moyen d'adaptation et de transformation des entreprises face à l'évolution des marchés.

En dépit de cette proximité, l'alliance par création d'une filiale commune se distingue de l'opération de fusion-acquisition :

- l'alliance par création d'une filiale commune s'appuie sur une combinaison de moyens apportés par les parties dans le but de développer une nouvelle activité, alors que les opérations de fusions-acquisitions se caractérisent par la prise de contrôle de moyens de production déjà en fonctionnement ;
- l'alliance par création d'une filiale commune est caractérisée par l'absence d'un système d'autorité unique. Dans une alliance avec filiale commune, les partenaires participent à la direction de la nouvelle entité et contribuent de manière significative aux décisions par leur droit de vote. L'existence d'un contrôle partagé peut dès lors poser des problèmes de management en cas de désaccords entre les partenaires. En effet, les possibilités d'arbitrage sont rendus plus délicates, compte tenu du positionnement de chacune des firmes au sein de la relation (position d'alliés). Ceci explique d'ailleurs que pour des alliances hautement stratégiques,

4. À distinguer de la reprise commune d'une société existante devenant après achat la propriété commune des deux partenaires (dans ce cas, ce mode de croissance est un cas particulier de croissance externe).

5. On peut citer à titre d'exemple l'association qui a été réalisée entre Ericsson et Sony (avec la création d'une filiale commune à 50-50) pour la fabrication des combinés mobiles en octobre 2001.

une attention particulière soit accordée aux modalités et limites d'utilisation des ressources et au sort qui leur sera réservé à la sortie de l'accord ;

- la résolution des conflits d'intérêts demeure plus délicate à traiter dans le cas d'alliances avec filiale commune. En effet, dans le cadre d'une alliance stratégique, il n'y pas nécessairement renoncement à des intentions opportunistes ou concurrentielles. L'alliance peut même dans certains cas s'apparenter à une forme de compétition déguisée, une arme concurrentielle destinée à attirer le partenaire dans un piège⁶. Dans l'hypothèse d'un conflit stratégique, il appartient donc aux parties de mettre en place une procédure de « divorce » permettant de préserver la valeur créée par l'alliance (mise en place de dispositions capables de résoudre les conflits) et de protéger les positions respectives des partenaires concernés. Cette situation est moins problématique lors d'une opération de croissance externe, même de nature coopérative. En effet, en cas de difficulté, quelle qu'en soit l'origine, l'autorité de droit de l'acheteur s'exerce et peut amener ce dernier à reprendre intégralement le management de la relation ;
- une autre caractéristique de l'alliance avec filiale commune est que chaque alliée conserve une certaine indépendance et peut continuer, malgré l'accord, à faire concurrence aux autres parties sur les marchés ;
- enfin, les alliances avec structure commune donnent la possibilité à chacune des parties de se désengager librement. En effet, malgré les coûts générés par la cessation de l'accord, le degré de liberté laissé aux parties en dehors de l'alliance rend plus aisé la sortie des partenaires.

• Principales classifications existantes

Les opérations de fusions-acquisitions ont fait l'objet d'innombrables classifications, en fonction de critères juridiques, stratégiques, financiers ou économiques, pour la plupart. Parmi les principales classifications existantes, on trouve :

- le cadre juridique de la relation, c'est-à-dire le niveau de la prise de participation (100 %, 70 %, 51 %), et la nature du contrôle de l'entité achetée (les titres peuvent être détenus de manière concentrée par une famille ou un groupe financier ou de façon dispersée dans le cas de sociétés cotées en Bourse) ;
- les objectifs du rapprochement, à savoir les motifs qui conduisent l'entreprise initiatrice à acheter une autre firme (motifs stratégiques offensifs, motifs défensifs, approche opportuniste, enjeux politiques ou personnels) ;
- le degré d'affinité relationnelle entre les entités avant achat (hostile, inamicale, amicale), à savoir la manière dont l'initiateur a abordé sa relation avec l'entité cible durant les négociations (affrontement, contournement, collaboration) ;

6. Voir Hamel G., Doz Y.L. et Prahalad C.K., « S'associer avec la concurrence : comment en sortir gagnant ? », *Harvard l'Expansion*, n° 54, 1989, p. 24-32.

- la taille (coût de la transaction), le secteur et le degré d'internationalisation (pays concernés) de l'opération de croissance réalisée, en vue de mesurer l'envergure de la transaction et ses conséquences économiques et sociales.

La classification la plus courante est issue de la « Federal Trade Commission » des États-Unis. Elle vise essentiellement à analyser le degré de proximité professionnelle entre les firmes regroupées et à renseigner sur la position recherchée par la nouvelle direction au sein du secteur considéré. Cette approche conduit à distinguer quatre types de rapprochements :

- **les fusions-acquisitions horizontales** : ces opérations concernent les fusions-acquisitions entre firmes concurrentes (champs d'activités proches) à l'image de Mercedes et Chrysler ou du rapprochement entre Carrefour et Promodès. Ce type de rapprochement est le plus courant et représente plus de la moitié des cas de prise de contrôle réalisés sur les marchés américains et européens. Ces opérations visent généralement à la spécialisation et au contrôle d'une partie importante du marché ;
- **les fusions-acquisitions verticales** : il s'agit de fusions-acquisitions entre firmes situées à des stades différents d'une même filière. C'est le cas par exemple de GDF qui poursuit sa politique d'intégration de la chaîne gazière en rachetant des sociétés d'exploration et de production de gaz, comme TCIN. Ce type de rapprochement peut par conséquent prendre la forme d'une politique d'intégration en amont de la filière (achat de fournisseurs). Il peut également se faire en aval par l'acquisition de réseaux de distribution. C'est l'option prise par le groupe Walt Disney qui a procédé à une intégration avale en rachetant la chaîne de télévision ABC, en vue d'y augmenter la diffusion des émissions Disney. Les fusions-acquisitions verticales peuvent par conséquent permettre de contrôler l'ensemble de la chaîne économique, des matières premières au produit fini (contrôle des sources d'approvisionnement et des débouchés), en inscrivant la stratégie dans une logique de filière ;
- **les fusions-acquisitions concentriques** : elles concernent les opérations de regroupement entre firmes de métiers complémentaires, en vue d'étendre la gamme d'offre et la base de clientèle. On parle dans ce cas de diversification de type concentrique, c'est-à-dire d'une logique de complémentarités par l'entremise des produits, du savoir-faire ou de la clientèle (achat d'Orangina par le groupe Pernod-Ricard, acquisition de Bossard Consultants par Cap Gemini) ;
- **les fusions-acquisitions conglomérales** : elles concernent le rapprochement de firmes dont les métiers sont sans lien les uns avec les autres. On parle alors de diversification conglomérale. Ce type de rapprochement peut avoir plusieurs objectifs et donner lieu à des politiques d'acquisitions différentes (voir « Diversification conglomérale » p. 124).

De façon générale, les différentes tentatives de définition ou de classification prennent initialement appui sur des fondements théoriques issus de la finance ou de l'économie. Dans ce domaine, la croissance par fusions-acquisitions a constitué un champ d'études privilégié. La section 2, « Les fondements théoriques », présente les principales contributions réalisées sur le sujet et leurs implications managériales.

2 • LES FONDEMENTS THÉORIQUES

L'étude des opérations de fusions-acquisitions constitue un champ de recherche important au confluent de nombreuses disciplines telles que l'économie industrielle, la stratégie d'entreprise, le management et la finance. De nombreuses théories ont été élaborées pour essayer d'expliquer l'origine des mouvements de fusions-acquisitions ou pour en analyser les conséquences. Notre objectif est ici, à partir de certaines théories, de mettre en exergue les concepts parmi les plus significatifs pour comprendre les causes et justifications des fusions-acquisitions. Ainsi, sont abordés successivement les concepts de synergies, de pouvoir de marché, d'asymétries d'information, de comportement managérial et enfin de coûts d'agence.

• La mise en œuvre de synergies

Le concept de synergie est associé à la théorie de l'efficacité selon laquelle les opérations de fusions-acquisitions créent de la valeur par la mise en œuvre de synergies. La réalisation de synergies correspond globalement à une création de valeur supplémentaire obtenue grâce au regroupement des entreprises concernées et qui n'aurait pas été obtenue sans la mise en œuvre effective de ce regroupement⁷. On distingue généralement trois types de synergies qui peuvent être mises en œuvre dans une opération de fusion-acquisition :

- **les synergies opérationnelles** générées par l'optimisation des activités regroupées dans le cadre de l'opération. Les gains associés au rapprochement des entités concernées peuvent ainsi provenir de synergie de croissance (augmentation du chiffre d'affaires) ou de synergies de coûts (diminution des coûts). Dans de nombreux cas, les synergies de coûts résultent de l'existence d'un effet d'échelle directement issu du rapprochement des entités regroupées ;
- **les synergies financières** peuvent prendre différentes formes. Elles passent par exemple par l'augmentation de la capacité d'endettement du nouvel ensemble ou par la possibilité d'une optimisation fiscale directement issue du regroupement. D'autres formes de synergies financières ont été mises en exergue comme la

7. Husson B., *La prise de contrôle des entreprises*, PUF, 1987.

possibilité de minimiser le coût d'accès aux marchés de capitaux ou de diminuer le coût du capital ;

- **les synergies managériales** correspondent au transfert de connaissances et de savoir-faire de l'acquéreur vers la cible et *vice versa*. Ces synergies peuvent être importantes dans les domaines de la recherche, de l'innovation technologique ou commerciale ou lors du changement d'échelle de l'activité de la cible, comme l'internationalisation de ses activités qui peut profiter de l'expérience de l'acquéreur en la matière.

Il faut cependant noter que la notion de synergie est un concept aux contours flous qui est surtout appréhendé au travers de ses effets supposés, à savoir un accroissement de l'efficacité économique, commerciale ou financière du nouvel ensemble à la suite de l'opération de fusion-acquisition. Il n'en demeure pas moins que la mesure des effets de synergies reste difficile à réaliser.

Les études empiriques menées sur le sujet sont en effet peu probantes. Analysée sous l'angle comptable⁸, l'existence de synergie n'est pas clairement démontrée. Sous l'angle de la productivité, les résultats obtenus sont assez divergents⁹. On peut se reporter au chapitre 2 de cet ouvrage pour une analyse approfondie du concept de synergie et de son application concrète dans le cadre d'une politique de croissance externe. Le chapitre 3 présente de façon plus détaillée les résultats des études empiriques portant sur l'efficacité des opérations de fusions-acquisitions.

• Le pouvoir de marché

Le concept de pouvoir de marché est au cœur des théories économiques explicatives des causes des opérations de fusions-acquisitions. Dans cette perspective, les entreprises réaliseraient des opérations de fusions-acquisitions pour renforcer ou accroître leur pouvoir de marché. L'objectif final serait d'arriver à la création de rentes, créant ainsi un transfert de richesse des clients ou des fournisseurs vers l'entreprise.

Si le concept de pouvoir de marché apparaît central dans l'analyse des opérations de fusions-acquisitions, les études empiriques menées sur le sujet semblent pour la plupart rejeter l'hypothèse d'un accroissement du pouvoir de marché à l'issue des opérations de fusions-acquisitions, que cela soit sous la forme d'une augmentation de prix imposée aux clients du nouvel ensemble ou sous la forme d'une augmentation des pratiques d'entente dans les secteurs concernés¹⁰.

Cependant, il faut souligner que la notion d'accroissement du pouvoir de marché, sous une forme plus restreinte, peut servir de justification théorique aux opérations dont l'objectif est de modifier le rapport de force existant au sein d'un secteur.

8. Ravenscraft et Scherer (1987), Caby (1994).

9. Healy, Palepu et Ruback (1992), Porter (1987), Montgomery et Wilson (1986).

10. Jensen (1984), Akhavein et Berger (1997), Eckbo (1983).

L'évolution du rapport de force peut ne pas se traduire par une évolution significative de la position concurrentielle, mais par son maintien, qui n'aurait pas été possible sans un rapprochement avec un autre acteur. Ces approches ont ainsi le mérite de mettre les enjeux de pouvoir au sein d'une filière ou d'un secteur au centre des motivations stratégiques des opérations de fusions-acquisitions (voir chapitre 2).

• **Les asymétries d'information**

Les asymétries d'information jouent un rôle essentiel dans le décryptage des mécanismes des opérations de fusions-acquisitions, et notamment dans l'explication de certains motifs stratégiques. Dans ce contexte, l'existence d'asymétrie d'information est associée à l'hypothèse selon laquelle les dirigeants de l'entreprise initiatrice possèdent des informations privées qui les amènent à se lancer dans une opération de fusion-acquisition. Les *informations privées* détenues par l'acquéreur peuvent concerner :

- la valeur intrinsèque de la cible (cas 1) ;
- la valeur intrinsèque d'une politique globale, où l'acquisition de la cible est un moyen de prendre le contrôle de ressources nécessaires à la réalisation des objectifs (cas 2).

Dans le cas 1, cela revient à considérer que les dirigeants de l'acquéreur sur la base d'informations privées estiment que la cible est sous-évaluée. L'opération de fusion-acquisition revient alors à réaliser une plus-value financière intéressante (s'inscrivant ou non dans une vision stratégique de long terme). À l'inverse, dans le cas 2, l'exploitation des asymétries d'information s'appuie nécessairement sur une vision stratégique avec une estimation de la création de valeur potentielle des différentes actions associées à la politique générale. À titre d'exemple, l'acquisition d'une société commerciale bien implantée dans un pays au sein duquel une entreprise souhaite prendre pied peut créer une valeur pour l'acquéreur bien supérieure à la valeur de la société cible, analysée de manière autonome. Cette différence de maille d'analyse peut parfois expliquer les écarts importants constatés entre la valeur intrinsèque d'une entreprise (jugée en tant que telle) et le prix d'acquisition proposé par l'acquéreur, sans pour autant invoquer des erreurs stratégiques ou des facteurs d'ordre irrationnel dans la décision (voir chapitre 8).

Il faut noter que ces approches restent cohérentes avec la théorie de l'efficacité des marchés (sous sa forme semi-forte). Il suffit en effet, pour qu'un marché financier soit dit efficace, que les prix de marché incorporent toute l'information publique disponible. En revanche, selon la théorie de l'efficacité des marchés, il n'est pas possible de pouvoir systématiquement exploiter à son profit une information privée. Selon cette approche, l'annonce d'une opération de fusion-acquisition amène en effet les détenteurs d'informations privées à révéler une partie de cette information au marché. Le prix de l'action de la cible va par conséquent augmenter à la suite de l'annonce de

l'opération de fusion-acquisition, de manière à refléter cette nouvelle information. Cette interprétation doit être nuancée selon le type d'information privée détenu.

Dans le cas 1 (où l'acquéreur possède une information privée sur la valeur intrinsèque réelle de la cible), on peut noter que l'écart de valeur estimé n'est pas lié spécifiquement à l'acquéreur. Aussi, au fur et à mesure que l'acquéreur révèle des informations privées par le biais de l'opération d'acquisition, le marché va avoir tendance à réévaluer l'entreprise visée, au profit quasi exclusif des actionnaires de la cible. Dans ce cas, il apparaît dès lors difficile de pouvoir exploiter à son profit une information privée.

Dans le cas 2, l'écart de valeur estimé est pour partie spécifique à l'acquéreur. Il est fondé sur des projections faites par le management de l'acquéreur, en fonction de la valeur future espérée de l'opération globale (Wensley, 1982). La répartition de la valeur créée entre les actionnaires de la cible et les actionnaires de l'acquéreur peut alors être plus équilibrée. Il devient possible dans ce cas d'exploiter à son profit une information privée.

• **Le comportement managérial au sein des firmes**

L'étude du comportement managérial au sein des firmes trouve ses racines dans les travaux de Berle et Means (1933) sur la séparation entre la propriété et le contrôle au sein des grandes sociétés, et dans ceux de Baumol (1959) et Marris (1964) sur l'impact de la fonction d'utilité des dirigeants sur les décisions d'investissement. Elles émettent l'hypothèse selon laquelle les dirigeants ont tendance à maximiser leurs propres utilités sous certaines contraintes de rentabilité pour les actionnaires. En particulier, les dirigeants auraient tendance à rechercher la croissance et à accroître la taille de l'entreprise et non à optimiser sa rentabilité. La réalisation d'opérations de croissance externe entrerait dans ce champ d'explication en tant que vecteur d'accroissement de la taille de l'acquéreur au détriment de l'intérêt des actionnaires.

Ces théories mettent ainsi en exergue l'importance des divergences d'intérêts des acteurs dans l'explication des mécanismes relatifs aux décisions d'investissements. En revanche, les résultats empiriques tendent à infirmer certaines des conclusions de ces théories en montrant notamment l'absence de lien statistique entre la croissance d'une firme et le niveau de rémunération des dirigeants, alors que l'on peut établir un lien statistique entre rémunération des dirigeants et rentabilité des entreprises.

• **Les coûts d'agence et leurs extensions**

La théorie de l'agence prolonge les théories managériales de la firme en analysant l'entreprise explicitement comme un nœud de contrat. La théorie de l'agence vise notamment à expliquer certains problèmes survenant dans les contextes de séparation entre la propriété et le contrôle par la structure particulière des relations d'agence

existantes dans l'entreprise. Une relation d'agence existe lorsqu'un mandant (les actionnaires) mandate un agent (le dirigeant) pour gérer leurs intérêts, sans avoir la possibilité d'observer les efforts réels déployés par les dirigeants (*cf.* non prévisibilité de l'environnement économique, déterminant exogène des performances et asymétries d'information). Selon Jensen et Meckling (1976), un problème d'agence peut exister lorsque les dirigeants d'une entreprise ne possèdent qu'une petite fraction du capital. Les dirigeants peuvent alors être enclins à poursuivre leurs intérêts propres au détriment des intérêts des actionnaires. Ce comportement des dirigeants peut se traduire par un problème de sous-investissement ou par la concrétisation d'un risque d'opportunisme. Les coûts d'agence résultant de cette situation comprennent :

- des coûts directs liés aux systèmes de contrôle mis en œuvre par les actionnaires ;
- des coûts directs liés aux systèmes d'information et de reporting mis en œuvre par les dirigeants à destination des actionnaires ;
- des coûts indirects liés à l'utilisation sous-optimale des ressources.

Dans cet esprit, les opérations de croissance externe peuvent être interprétées comme un moyen de résoudre et de minimiser les coûts d'agence en mettant sous pression les dirigeants qui, s'ils n'agissent pas dans l'intérêt des actionnaires, peuvent faire l'objet d'une opération hostile.

Une extension de la théorie de l'agence, appelée théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny), vise quant à elle à expliquer les mécanismes mis en œuvre par certains dirigeants pour contrer les mécanismes de contrôle. Parmi les stratégies d'enracinement, on trouve la mise en œuvre d'investissements spécifiques, dont le processus de valorisation est directement lié aux savoir-faire et compétences spécifiques des dirigeants. La mise en œuvre de certaines opérations de fusions-acquisitions s'inscrit d'ailleurs dans cette logique.