

Les fusions-acquisitions

Enjeux

Les opérations de croissance externe constituent des opportunités exceptionnelles, mais elles sont aussi porteuses de risques considérables pour l'entreprise et pour ses actionnaires. La plupart des études réalisées dans ce domaine montrent que la probabilité d'échec mesurée à l'aune de la rentabilité financière est plus importante que la probabilité de succès. Plus l'opération est significative et concerne une activité que l'acquéreur connaît mal, plus l'échec est probable. L'acquéreur tend à surpayer. En général, il fait preuve d'un grand optimisme sur sa capacité à faire mieux que le management en place, à mettre en œuvre les synergies identifiées et à réaliser l'intégration de la cible au sein de sa propre entreprise.

L'application des nouvelles règles comptables internationales (IAS) va conduire les entreprises à s'interroger de manière systématique sur la valeur de leurs actifs, en particulier celle des actifs intangibles. Toute acquisition payée trop chère se traduira inévitablement par une dépréciation du goodwill : le conseil et le management devront donc très rapidement admettre que leur décision a détruit de la valeur. Plus que par le passé, le conseil doit donc s'impliquer activement dans ce type d'opérations, et s'intéresser de très près à leurs conditions financières.

Le conseil est toujours appelé à donner son approbation (ou est au minimum consulté) sur les opérations majeures. Plus que pour toute autre décision, il doit être capable de mesurer la portée de ce qui lui est proposé par la direction générale. Cependant, la nature même du processus rend son implication particulièrement délicate. Une acquisition est souvent le fruit d'une longue négociation confidentielle, comportant des dimensions parfois très techniques, et à l'aboutissement incertain. Ces facteurs conduisent la direction générale à donner au conseil une information sommaire sur l'existence de l'opportunité et à attendre l'issue du processus pour organiser une discussion plus approfondie.

Pourtant, les fusions-acquisitions sont un domaine dans lequel le conseil peut être très utile à la direction générale. En effet, cette dernière n'a pas beaucoup plus d'informations que ses administrateurs sur la cible, tout au moins au début du processus. Par ailleurs, la sérénité des administrateurs peut contrebalancer l'optimisme des équipes en charge de l'opération, voire la partialité de nombreux experts qui poussent à sa réalisation. Les dirigeants ont donc tout intérêt à utiliser les compétences et l'expérience des membres du conseil afin de sécuriser ces opérations qui, mal menées, s'avèrent désastreuses pour l'entreprise.

Dans ce complément thématique nous traiterons des opérations de croissance externe avant tout, en laissant le lecteur adapter ces conseils aux opérations de désinvestissement.

Les bonnes pratiques du conseil

Valider l'intérêt stratégique de l'opération

Toute acquisition doit s'inscrire dans une stratégie déterminée. Trop souvent l'action est privilégiée, et ce n'est qu'une fois engagée qu'une justification a posteriori est avancée. L'origine de l'opération doit être examinée : s'agit-il d'une opération envisagée depuis longtemps par la direction et pour laquelle une « fenêtre » d'action vient de s'ouvrir ?

Concerne-t-elle une activité ou un marché bien connu par l'entreprise ou bien s'agit-il d'une diversification géographique ou sectorielle ?

Une acquisition ne peut se justifier sur le seul plan des économies qu'elle permet de réaliser. Elle doit soit répondre à un besoin clairement identifié préalablement, besoin que l'entreprise ne peut pas satisfaire par ses propres moyens, soit conduire à une amélioration de la position concurrentielle de l'acheteur ou de la cible. Pour créer de la valeur, l'acquisition doit permettre de construire un véritable avantage concurrentiel ou bien de prolonger de manière décisive celui dont l'entreprise bénéficiait. Il appartient aux administrateurs de tester la solidité de cet avantage stratégique.

Le plan d'affaires présenté par la direction générale ou ses conseils doit mettre en évidence un scénario de statu quo ainsi qu'une série de scénarii permettant d'estimer la rentabilité espérée des actifs engagés et les incertitudes pesant sur les synergies escomptées. Il doit également simuler les conséquences que l'opération pourrait avoir sur la structure financière de l'acquéreur (en tenant compte des éventuelles réactions négatives du marché).

Vérifier si le prix payé est raisonnable

L'analyse de l'opportunité trouve son point final dans la valorisation. De solides travaux d'évaluation doivent être réalisés pour que le conseil puisse se faire une opinion sur :

- La valeur intrinsèque de la cible suivant plusieurs scénarii ;
- La valeur des synergies espérées (et leur coût de mise en œuvre) ;
- Les impacts positifs et négatifs sur la valeur de l'acquéreur (en ayant conscience que le management devra consacrer beaucoup de temps à l'intégration de la cible, ce qui peut avoir une répercussion négative sur les affaires de l'acquéreur) ;
- Le prix que le management se propose de payer au vendeur, et les modalités de paiement ;
- L'impact immédiat et différé de l'opération sur les comptes de l'entreprise (affectation du goodwill, risque futur de dépréciation des actifs).

Lorsque l'opération est particulièrement significative au regard de la taille de l'entreprise, lorsqu'il existe la possibilité de conflits d'intérêts ou de contestation du prix payé par des minoritaires, il sera prudent de faire effectuer une attestation d'équité par un expert indépendant.

Ces attestations sont parfois réalisées par les banquiers conseils de l'entreprise ou certains de leurs confrères qui espèrent bénéficier d'un échange de bons procédés lors d'une opération ultérieure. Les administrateurs doivent être attentifs à ce que cette expertise soit effectuée de manière réellement indépendante. Ils doivent également vérifier l'indépendance et la compétence de l'expert et, lors de la remise de son rapport, s'assurer que le travail a été fait correctement suivant les règles professionnelles en vigueur. Cela suppose que siége au conseil au moins un administrateur ayant une expérience adéquate ou bien, que le conseil se fasse assister d'un autre expert pour l'aider dans cette tâche de supervision.

S'assurer que le processus de « due diligence » a été mené correctement

L'acheteur conduit généralement d'importantes vérifications (processus appelé de son nom anglais : « due diligence ») préalablement à la signature de l'accord, sauf lorsqu'il s'agit d'une

opération d'acquisition hostile sur le marché financier. Cette démarche est fondamentale car elle permet à l'acquéreur de vérifier l'intégrité des états financiers et les déclarations du vendeur, et d'identifier les problèmes potentiels.

Encore faut-il que cette « due diligence » soit conduite avec un objectif large et utile pour l'intégration de la cible. Trop souvent, elle porte sur des éléments essentiellement juridiques et comptables, alors que l'entreprise a besoin d'identifier toutes les zones de risques majeures, en particulier les risques opérationnels actuels et futurs, en particulier ceux qui peuvent être des obstacles à une bonne intégration.

Font notamment partie de la « due diligence » les éléments suivants : la mise en évidence des avantages compétitifs et de leur robustesse, l'identification des personnes clés (en particulier celles sur lesquelles on pourra s'appuyer pour l'intégration), la solidité des relations clients les plus importantes, la pérennité des alliances formelles ou informelles...

L'administrateur n'a pas de rôle direct à jouer dans cette analyse, mais il doit s'assurer que :

- La « due diligence » a bien couvert tous les aspects critiques des différentes activités de la cible.
- Les clauses de décharge de responsabilité (« disclaimers ») figurant dans le rapport ne vident pas ses conclusions de toute substance.
- Les dirigeants ont bien tenu compte des conclusions du rapport (par une révision du prix proposé, un durcissement de la garantie de passif, une revue des hypothèses de synergies et une modification du plan d'affaires présenté au conseil ...)

Les administrateurs ne peuvent pas se contenter de l'existence d'une « due diligence ». Si l'opération est complexe ou majeure, il leur appartient d'interroger directement les experts qui ont effectué le travail afin de pouvoir bénéficier de leurs commentaires oraux. Lorsqu'elles ont lieu, ces discussions se révèlent très instructives et permettent au conseil ou au comité qui les conduit d'enrichir sensiblement sa perspective.

Approuver un plan d'intégration précis

L'expérience montre que l'intégration de la cible est la partie la plus complexe du processus. Malgré un large consensus sur ce constat, cette difficulté reste très largement sous-estimée. Le conseil peut jouer un rôle important pour réduire ce dysfonctionnement majeur en demandant à la direction de lui remettre un plan d'intégration avant la conclusion de l'acquisition.

Ce plan comprend notamment les éléments suivants :

- Un calendrier du programme d'intégration. Ce dernier commence dès la « due diligence », dont on a vu que l'un des objectifs est d'identifier les points de blocage potentiels. Il se poursuit par la planification des tâches et des équipes devant être effectuée avant que l'acquisition ne soit réalisée, puis par les différentes séquences d'application du programme.
- L'identification des principales initiatives que le management s'engage à lancer afin de recouvrer une partie significative de la prime de contrôle payée. Cet élément a pour objectif d'éviter le phénomène classique de l'enlisement du management dans les problèmes opérationnels. A défaut d'être conduites dans les premiers mois de l'acquisition, ces initiatives auront peu de chance de voir le jour, et la perte de valeur sera irrémédiable.

- Une évaluation des ressources en personnel et en expertise qui seront affectées à l'intégration. La mobilisation des énergies nécessaire à une intégration rapide est toujours considérable, et les entreprises ont tendance à la sous-estimer. Le conseil doit donc être particulièrement attentif à cet aspect qui peut affecter gravement les opérations de l'acquéreur.
- Un plan d'affaires détaillé présentant l'ensemble des coûts et des bénéfices de l'intégration. Ce plan qui chiffre les synergies mises en œuvre est mis à jour régulièrement pour donner au conseil l'estimation la plus récente des efforts entrepris pour rentabiliser l'opération.

Enfin, une bonne pratique consiste à demander à la direction générale de faire un point régulier des progrès de l'intégration suivant un échéancier précis. Il est aussi souhaitable qu'à intervalle régulier et au moins une fois par an pendant les trois années qui suivent l'opération, une comparaison soit faite entre les hypothèses opérationnelles utilisées pour justifier le prix payé et les performances réelles afin d'identifier les erreurs commises et d'en tirer les enseignements pour les opérations ultérieures.

S'organiser pour intervenir plus en amont de l'opération

L'apport du conseil sera d'autant plus utile qu'il sera en mesure de contribuer à la réflexion de la direction générale le plus en amont possible dans le processus d'analyse et de décision.

La mise en place d'un comité spécialisé dans ce domaine permet de concilier efficacité, confidentialité et contraintes inhérentes à un processus de négociation long et aléatoire. Bien entendu, ce comité ne doit pas se substituer au conseil. Il peut en revanche être mis très tôt au courant des opérations envisagées pour :

- Faire valoir ses observations à la fois de forme et de fond,
- Décider du meilleur moment pour saisir le conseil officiellement,
- S'assurer que l'information remise aux administrateurs est complète, et qu'elle reflète correctement les tenants et aboutissants de l'opération.

Le comité stratégique ou le comité des comptes peut éventuellement jouer ce rôle.