

Introduction

Jusqu'à il y a une vingtaine d'années, la mission et les objectifs de l'entreprise étaient centrés sur la croissance et le profit. Les résultats se mesuraient à travers le taux de progression de trois indicateurs clés : le chiffre d'affaires, les parts de marché et le résultat net. Le premier mesure l'efficacité du triplet produits/marchés/forces commerciales à générer des ventes, le deuxième la propension de l'entreprise à acquérir des clients au détriment de ses concurrents ou à développer de nouveaux marchés et le troisième, sa capacité à faire du profit, à satisfaire ses employés (par la garantie de l'emploi en particulier) et à rémunérer ses actionnaires.

Une bonne gestion était donc perceptible à travers l'évolution relative d'une d'année sur l'autre de ces indicateurs. La croissance des revenus et les gains de parts de marché indiquent que l'entreprise recèle des mécanismes internes performants pour assurer son développement. Le résultat net positif démontre la qualité de sa gestion opérationnelle et financière.

Et cela suffisait pour que l'entreprise ait un sens économique adapté aux lois du marché et soit en même temps un acteur du paysage social, économique voire politique.

Ce modèle, s'il conserve toujours ses fondamentaux, est néanmoins profondément remis en question notamment par une nouvelle approche de l'évaluation des performances de l'entreprise.

La circulation instantanée et presque sans barrière réglementaire des flux financiers émis par des investisseurs à partir des quatre coins du monde, l'importance primordiale du cours de l'action dans l'appréciation des performances de l'entreprise et l'entrée des fonds privés d'investissements (*private equity firms*) et des fonds spéculatifs (*hedge funds*), dans l'actionnariat des entreprises sont les moteurs de ce changement. Sous leurs influences, les entreprises sont désormais appelées à élaborer des stratégies, définir des objectifs et obtenir des résultats tournés vers un point focal unique : créer de la valeur pour leurs actionnaires.

Ce paradigme tranche avec les indicateurs de performances cités plus haut. Le potentiel de croissance et un résultat net positif ne sont que des conditions nécessaires à la création de valeur. Elles ne sont pas suffisantes.

La ligne de force de ce paradigme stipule qu'il y a *création effective de la valeur* uniquement lorsque les capitaux investis dans l'entreprise produisent une rentabilité¹ supérieure au coût du capital.

Cette exigence supplémentaire introduit la notion de *croissance profitable* et son corollaire immédiat pour la réaliser : le recours intense aux fusions-acquisitions² que les dirigeants ont l'urgence et l'obligation de réaliser.

1. Il s'agit ici de la rentabilité des capitaux investis ou ROIC (*return on invested capital*) en anglais.

2. En toute rigueur, nous verrons au chapitre 3 que les fusions-acquisitions sont un cas particulier de la croissance externe d'un ensemble plus vaste qui est celui des alliances. Nous l'avons réduit à une fusion-acquisition par seul souci de simplicité.

L'urgence, car les incertitudes et les changements récurrents de l'environnement économique font du facteur temps un actif stratégique dans le modèle économique de cette nouvelle catégorie d'investisseurs que sont les fonds d'investissements et les fonds spéculatifs. Il nécessite donc d'être géré comme tel dans l'équation de la rentabilité de l'entreprise.

L'obligation, car la Bourse et les investisseurs raisonnent avec une suite de perceptions qui donnent lieu à des attentes sur les performances de l'entreprise. Les chefs d'entreprise sont soumis par conséquent à une pression permanente pour délivrer des résultats conformes à ces attentes.

Si l'entreprise annonce des résultats supérieurs à ces attentes, elle sera bien notée et son cours sera en hausse grâce à des incitations à l'achat massif de son titre. Mais si les résultats qu'elle annonce s'établissent en deçà de ces attentes, et quand bien même ils seraient importants, alors la sanction est immédiate. Les ordres de ventes peuvent atteindre un volume important pour faire pénaliser le titre.

Une succession de déceptions de ces attentes accentue sa dégradation et détruit substantiellement de la valeur. Très souvent, le dirigeant en paie le prix par son départ.

Sachant cela, il devient nécessaire de s'interroger sur la conciliation de la problématique de la croissance avec celle de la création de valeur pour répondre au paradigme de la croissance profitable sur le long terme.

Toute entreprise dispose de deux options possibles pour croître : l'amélioration et l'optimisation continue de ses actifs opérationnels et financiers et la fusion-acquisition. Dans le premier cas, la croissance est dite « organique » ou « interne ». Dans le deuxième cas, on parle de croissance externe.

Laquelle de ces deux formes de croissance est-elle plus appropriée pour parvenir à créer de la valeur sur le long terme ? Sont-elles une alternative l'une de l'autre ?

La croissance organique est un processus qui consomme beaucoup de temps, nécessaire pour transformer la stratégie en objectifs, en plans d'actions et en résultats. Lesquels sont communiqués ensuite sur une base trimestrielle, semestrielle et annuelle.

Au contraire, les fusions-acquisitions raccourcissent ce délai en procurant à l'acquéreur une opportunité de croître mécaniquement et rapidement par la seule adjonction des ressources de sa cible (additions des chiffres d'affaires, parts de marché, etc.). La perspective de croître et de créer de la valeur *rapidement* fit des fusions-acquisitions le levier favori des chefs d'entreprises et de leurs actionnaires, souvent au détriment de la croissance organique.

Il résulte de ce qui précède que concilier la croissance organique avec la croissance externe d'une part, et les conjuguer avec l'impératif de création de valeur d'autre part procède d'un choix stratégique du top management. Ceci est renforcé par le constat que les principaux motifs identifiés dans la réussite des fusions-acquisitions – pertinence de la stratégie, faisabilité des synergies, rigueur de la due diligence, réalisme de la prime d'acquisition, bonne exécution de l'intégration – sont également des facteurs structurants de la croissance organique profitable.

Cette constatation nous amène à répondre à la question posée précédemment sur le choix entre les deux types de croissance en énonçant une règle clé :

Règle n° 1 : Le large recouvrement qui existe entre les processus de croissance organique et de fusions-acquisitions fait du savoir-faire dans la première un facteur clé de succès et un prérequis pour réussir la deuxième (figure 1).

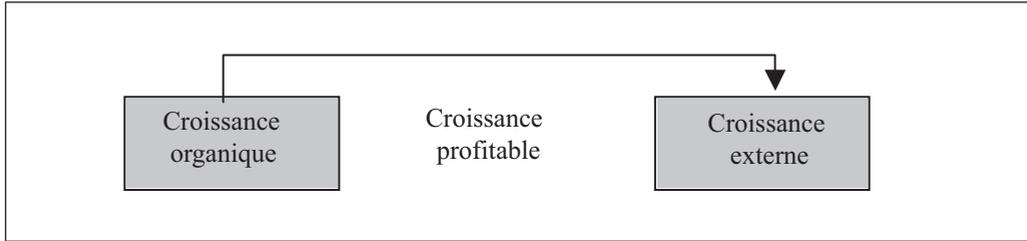


Figure 1 : Interdépendance entre savoir-faire dans les croissances organique et les fusions-acquisitions

Autrement dit, la fusion-acquisition a plus de chances de réussir si l'acquéreur maîtrise l'ensemble des mécanismes de la croissance organique profitable, en particulier :

- l'élaboration d'un plan stratégique et d'un plan d'affaires ambitieux ;
- la définition d'objectifs quantitatifs réalistes ;
- l'édification d'une organisation adaptée à sa stratégie et à ses objectifs ;
- l'analyse de ses activités pour en comprendre les forces, les faiblesses, les opportunités et les menaces¹ qui pèsent sur elle ;
- l'évaluation régulière de la valeur propre de ses actifs et l'impact du résultat sur son développement ;
- la capacité de conduire de façon récurrente le changement pour améliorer sa compétitivité et pour s'adapter aux forces extérieures qui s'exercent sur elle.

Cette première règle ne signifie pas pour autant que la fusion-acquisition soit une option automatique. Le travail permanent sur l'amélioration de la compétitivité par l'exploitation des ressources rares de l'entreprise et leur focalisation sur les leviers créateurs de la valeur est aussi porteur de croissance organique. Mais toute ressource – capacité R&D, accès à de nouveaux marchés, expansion internationale, etc. – possède une limite intrinsèque qui borne les activités de son cœur de métier.

La compétitivité relative de chacune de ces activités est donc elle-même astreinte à une limite asymptotique. Autrement dit, l'entreprise ne peut physiquement s'étendre indéfiniment sur la base de ses seuls moteurs internes que sont ses ressources et ses leviers.

Elle ne peut alors étendre son développement que si elle imprime un saut de compétitivité *rapide* et *efficace* à l'une de ses activités clés afin de repousser cette asymptote, possibilité que seule peut lui procurer la fusion-acquisition (ou une alliance, dans le cas plus général).

1. Analyse SWOT (*strength weakness opportunity threat*).

Cette conclusion implique l'énoncé d'une deuxième règle :

Règle n° 2 : La croissance organique nécessite d'être prolongée par une fusion-acquisition uniquement lorsque la compétitivité de l'une (ou de plusieurs) des activités clés de son cœur de métier est saturée ou proche de l'être.

Cette seconde règle conduit à constater que lorsque les limites atteintes par la compétitivité deviennent suffisamment bloquantes pour empêcher l'entreprise de conserver, au minimum, ses avantages concurrentiels, il lui est alors nécessaire d'opter pour une solution de croissance externe. Dans le cas d'une fusion-acquisition, ce recours s'apparente sur le plan concurrentiel à une rupture stratégique puisqu'une fusion-acquisition permet de réaliser un saut de compétitivité que ne lui permettent pas ses ressources courantes.

Ainsi, quelle que soit sa taille, la saturation de la compétitivité de l'entreprise est intrinsèque à son développement. Son cycle de vie intègre une croissance organique suivie d'un saut de rupture stratégique que dicte la fusion-acquisition et ultérieurement une phase de consolidation de l'ensemble afin de lui permettre de construire son homogénéité et sa cohérence structurelle.

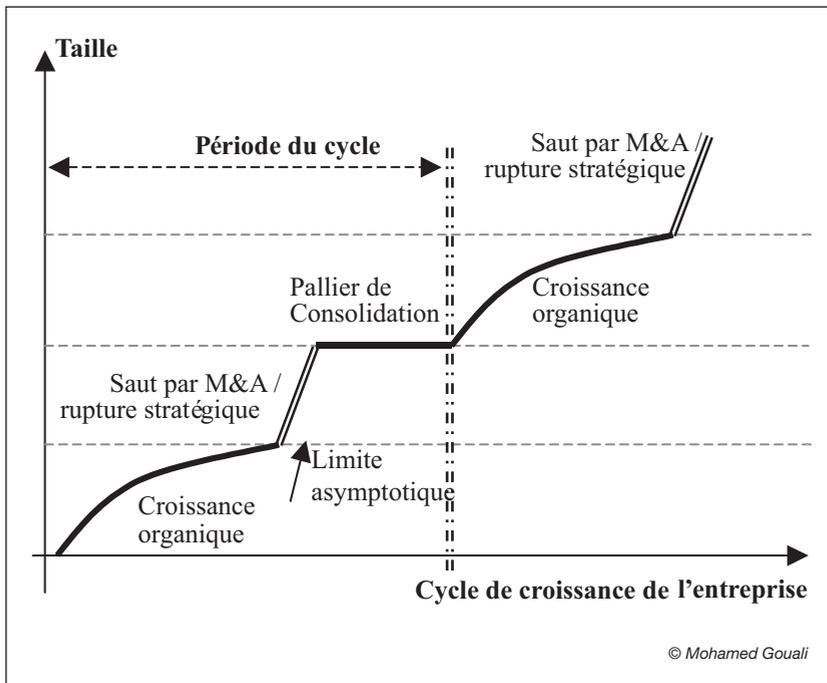


Figure 2 : Les trois phases structurantes du cycle de croissance de l'entreprise

En ce sens, les entreprises qui ont réussi à combiner ces trois phases de croissance ont, à l'instar de General Electric (GE), Cisco aux USA et AXA en France, repoussé sans cesse les limites de leur compétitivité, maintenu leur leadership et créé de la valeur récurrente pour leurs actionnaires.

Mais une fusion-acquisition est un processus complexe qui associe des aspects liés à la stratégie, à la théorie financière, à la réglementation juridique, etc. Ses principales composantes sont en particulier : le plan stratégique, le processus de sélection de la cible à acquérir, la due diligence, l'identification des synergies, la valorisation de la cible, les négociations, la structuration de la transaction, la clôture et l'intégration post-acquisition. Ces phases sont interdépendantes, la réussite ou l'échec de l'une d'entre elles a un impact direct sur les autres. Deux exemples : une cible qui ne répond pas aux objectifs de l'acquéreur induit des incohérences opérationnelles lors de l'intégration qui entraînent une perte de temps, d'énergie et détruit de la valeur. Une évaluation trop optimiste des synergies dictera un prix d'acquisition élevé qu'il sera ensuite impossible de rentabiliser, etc.

Cette interdépendance est un élément clé du processus. Elle impose une troisième règle, décisive pour la réussite de la transaction :

Règle n° 3 : Une fusion-acquisition réussie crée croissance et valeur si et seulement si chacune des phases de son processus est une réussite en elle-même, mesurée par les benchmarks.

Cela signifie que ce processus doit être approché comme un tout et que les ressources doivent être focalisées sur *chaque phase*, comme si *d'elle seule* dépendait la réussite de la transaction entière.

L'énoncé de ces trois règles permet alors facilement de déduire que, sous une perspective de chef d'entreprise et d'actionnaire, la croissance profitable d'une entreprise est possible si et seulement si elle considère comme un continuum les deux leviers : croissance organique et fusion-acquisition (figure 3). Autrement dit que l'une est le complément de l'autre et non son alternative : toutes deux ont en effet la création de valeur pour unique centre de gravité.

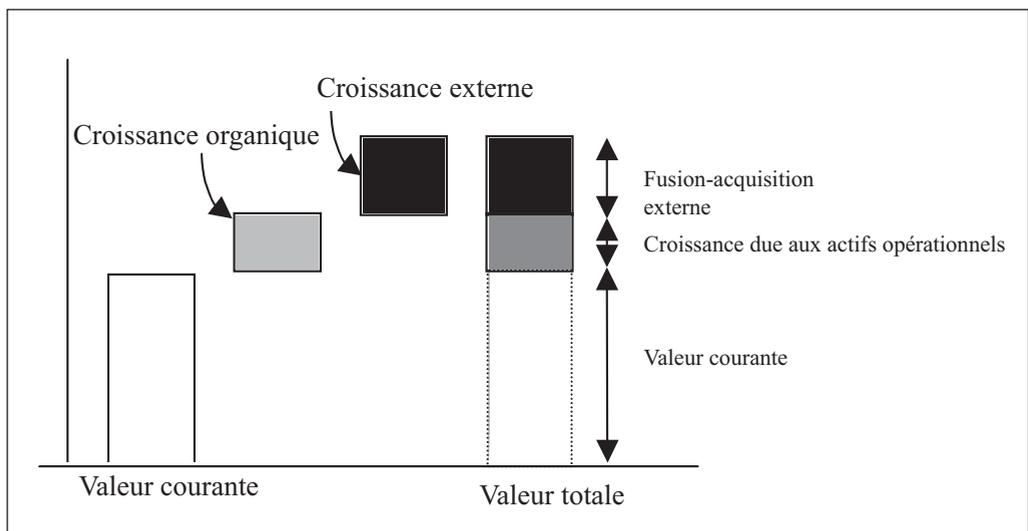


Figure 3 : Continuum entre croissance organique et fusion-acquisition

Cette assertion est essentielle. Elle sous-tend en particulier que lorsqu'une vague de fusion-acquisition arrive à sa fin, l'entreprise bien préparée saura toujours exploiter ses ressorts internes pour croître et créer de la valeur, même si le marché est mature. Et lorsque cette vague est dans sa phase ascendante, la combinaison des deux types de croissance maximise ses performances et amplifie la création de valeur.

Grâce à cette approche globale de la croissance, judicieusement structurée par les 3 règles, l'entreprise parvient à inscrire sa stratégie de croissance profitable sur le long terme. Et de faire ainsi partie de celles qui, selon une étude réalisée par Bain & Co sur les deux dernières décennies sont, tous secteurs confondus, à peine 28 % à générer une croissance profitable. Plus précisément, seules 7 % des entreprises américaines et 8 % des entreprises européennes ont réalisé une croissance profitable sur les huit dernières années. La ventilation des résultats de cette étude est encore plus fine :

- près de 45 % d'entreprises échouent à développer une réelle stratégie de croissance organique ;
- près de 60 % d'entre elles ne créent pas de valeur lors d'une croissance externe de type fusion-acquisition.

Ce livre prend appui sur ces trois règles pour développer les approches stratégiques et opérationnelles qui matérialisent la réussite d'une fusion-acquisition.

Il se distingue de la littérature existante par trois avantages pour le lecteur :

- il intègre les résultats des dernières recherches académiques ;
- il leur donne une compréhension didactique et un sens tangible en abordant le processus de fusion-acquisition par une approche de « bout en bout ». Celle-ci détaille chacune des phases de ce processus non seulement en les ponctuant par des exemples réels mais aussi, et c'est important, en mettant en perspective leurs interdépendances ;
- l'auteur détient une double expérience de vingt années, à la fois dans des entreprises internationales à des postes de direction générale et de direction exécutive et dans le conseil en management au sein de cabinets de renom à des positions de Partner et de General Manager. Il a été impliqué dans les deux cas dans l'ensemble des problématiques liées à la croissance organique profitable et aux différentes phases du processus de fusion-acquisition (à la fois en tant qu'acquéreur, cible et consultant).

Ce mariage des aspects académiques et de l'expérience donne à cet exposé un formalisme de compréhension clair, structuré et pratique pour *comprendre* et *mettre en œuvre*.

Ce livre est un guide stratégique et pratique. Ses chapitres restituent fidèlement ce principe.

Le premier se propose de résoudre l'équation de la compétitivité en utilisant la démarche de la planification stratégique. Cette approche permet de fixer les principales variables de la croissance organique : focalisation sur le cœur de métier, élaboration d'une vision stratégique et sa traduction en objectifs et en propositions de valeur, édification d'une organisation cohérente avec ces objectifs et mise en œuvre de processus spécifiques pour développer la compétitivité de chacune des

activités clés de son cœur de métier jusqu'à ce que celles-ci atteignent leurs limites asymptotiques.

Le deuxième chapitre aborde la problématique de la fusion-acquisition à travers un séquençage historique afin d'en comprendre les facteurs récurrents. C'est ainsi qu'une attention particulière sera accordée aux causes de ces cycles et à celles qui entraînent leurs fins, à l'évolution de la réglementation, aux lois antitrust, etc.

Mais une fusion-acquisition est souvent la résultante de forces endogènes et exogènes qui s'exercent sur l'environnement de l'entreprise et, directement ou indirectement, sur elle-même. Selon son ampleur et sa portée, elle peut être un mouvement de rupture stratégique dont l'impact déstabilise les concurrents et modifie le rapport des forces en présence. L'acquisition de DoubleClick par Google a totalement bouleversé la cartographie du champ concurrentiel dans le segment de la publicité interactive sur Internet, obligeant Microsoft à la défensive. Il dut répliquer aussi vite que possible en payant au prix fort l'acquisition d'un challenger, aQuantive.

Utiliser ces forces à son avantage implique que l'entreprise apprenne à être proactive pour s'adapter à tout type de scénario : savoir écouter et interpréter les petits signaux qui émanent du marché, être apte à déclencher par anticipation une offensive sur une cible, de façon amicale ou hostile, ou à tout le moins, pouvoir contrer avec efficacité une attaque. Lorsqu'elle se voit contrainte d'adopter une posture défensive, sa démarche consiste à choisir la meilleure tactique possible qui maximise la valeur pour ses actionnaires et sauvegarde les intérêts de ses employés.

Le troisième chapitre décline, phase par phase, l'ensemble du processus de fusion-acquisition : de la planification stratégique qui supporte l'élaboration de la vision jusqu'à l'intégration et la consolidation. Ce développement détaillé illustre notre approche de bout-en-bout destinée à préciser les conditions de réussite de chacune des phases.

Le quatrième chapitre se focalise sur les techniques de valorisation et conjugue la théorie et la pratique. Les techniques des flux de trésorerie actualisée, la méthode des multiples et la théorie des options réelles sont développées et comparées entre elles. Leur présentation modulaire contourne les difficultés qui pourraient apparaître dans un texte aride pour le lecteur non familier avec le formalisme mathématique. Le résultat de la valorisation est affiné par une étude de la sensibilité et de façon plus extensive par la méthode de simulation Monte-Carlo.

Le cinquième chapitre aborde les différents modes de paiement – en numéraire, en titres ou par leur combinaison – et les intègre dans une perspective de partage des risques entre l'acquéreur et la cible.

Le sixième chapitre a trait à l'évaluation des synergies. Il spécifie l'identification de leurs sources et souligne la distinction entre celles qui sont réalistes et faisables de celles qui ne le sont pas. De même, il montre comment éviter les pièges pour que ces synergies ne soient pas, en fin de compte, une cause de l'échec de toute l'opération de fusion-acquisition.

Le septième chapitre passe en revue les objectifs et les conditions de succès de la due diligence. Pour cela, l'interdépendance entre certaines phases du processus est mise en évidence ainsi que les principes de son exécution. Cette phase est très

importante car c'est sur la qualité et la fiabilité de son diagnostic ainsi que ses recommandations que se décide la poursuite de la transaction ou son abandon.

Le huitième chapitre développe en détail la phase d'intégration post-acquisition, étape clé de la création de valeur par la transformation des synergies. Les facteurs de succès de cette phase résident en premier lieu dans la compréhension des réactions psychologiques des employés, et en particulier ceux de la cible face au contexte induit par l'intégration. Les fondements de la résistance au changement y sont donc abordés en détail. Des solutions pour les prévenir ou les réduire sont mises en relief à travers la motivation et la mobilisation des employés.

Les problèmes liés à la mise en œuvre sont ensuite traités en considérant toute cette phase comme un projet en soi, piloté par une équipe sélectionnée en fonction de son expertise. Une gestion de programme supporte ainsi l'ensemble de l'exécution afin que ce projet aboutisse dans les délais et le budget impartis.

Nous concluons le livre par un retour sur le modèle de croissance de l'entreprise : après la phase organique et une fusion-acquisition, elle a besoin de consolider ses acquis en renforçant ses actifs et en harmonisant ses ressources. Et cela jusqu'à la saturation de sa nouvelle compétitivité avant de songer de nouveau à opérer une croissance externe, ce qui marque le début d'un autre cycle de son développement.

Les chapitres de ce livre peuvent être lus de façon modulaire et indépendante. Les nombreux exemples qu'ils contiennent ont été restitués de manière didactique, avec un style narratif pour en faciliter l'assimilation. Le lecteur peut ainsi associer une image (ou un fait d'actualité) à un principe, une pratique ou une recommandation. Ce faisant, il se trouve mis en situation d'analyser, de juger et de décider en lieu et place du chef d'entreprise ou de l'actionnaire.

Par conséquent, tout type de lecteur y trouvera utilité et intérêt à les lire :

- Le chef d'entreprise d'une PME/PMI ou d'une grande entreprise pour comprendre la logique de la croissance et y puiser les meilleures pratiques managériales pour la réaliser.
- L'investisseur pour se glisser dans les coulisses de l'entreprise et saisir aussi bien les fondamentaux que les enjeux de celle-ci, afin de s'assurer que les conditions de rentabilité de son investissement sont réunies.
- Le consultant pour appréhender la globalité du processus et y puiser suffisamment de concepts méthodologiques – qui complètent ceux utilisés par son cabinet – et d'exemples de mise en œuvre pour qu'il réussisse le projet ou la phase dans lesquels il est appelé à s'impliquer.
- L'étudiant qui trouvera là une source théorique et des applications pédagogiques exhaustives pour la compréhension de ses cours et la réalisation de ses projets.