

# Fusions-acquisitions : mariages de raison et lendemains qui (dé)chantent

La crise avait fait retomber la vague. Avec la **reprise**, les **entreprises** tendent de nouveau à se **regrouper** par fusions ou acquisitions. Ces opérations s'avèrent cependant souvent **décevantes**, faute d'avoir su **gérer** le rapprochement d'organisations aux **cultures** et aux **identités différentes**.



Pour racheter SFR, Numericable devrait déboursier près de 12 milliards d'euros.

**C**e début d'année a été marqué par de grandes manœuvres dans le secteur des nouvelles technologies. En février, Facebook a surpris la planète en rachetant l'application de messagerie mobile WhatsApp pour la somme faramineuse de 19 milliards de dollars (environ 13 milliards d'euros), deux fois le budget français de la Justice. De son côté, le groupe informatique chinois Lenovo a négocié avec Google l'acquisition des smartphones de Motorola pour 2,9 milliards de dollars (environ 2,1 milliards d'euros). En France, c'est le secteur de la téléphonie qui vient d'être le théâtre d'une lutte médiatisée entre Bouygues et Numericable, pour racheter l'opérateur SFR. Sous réserve d'un nouveau coup de théâtre,

Numericable devrait finalement l'emporter, déboursant au passage près de 12 milliards d'euros. Ces divers épisodes confirment le regain des fusions et acquisitions. Un regain déjà entamé l'an dernier, avec des mégadeals comme la fusion entre Publicis et Omnicom, deux géants de la publicité, pour 15 milliards d'euros.

## Mondialisation oblige

Cette tendance ne date cependant pas d'hier : ces opérations ont représenté l'an dernier 2 355 milliards de dollars à l'échelle mondiale, selon le bureau d'études Thomson Reuters, soit l'équivalent du produit intérieur brut (PIB) britannique. Ce montant a été multiplié par vingt sur les trente dernières années, alors que dans le même temps le PIB mondial n'a été multiplié que « seulement » par six en dollars courants. Pourquoi une telle explosion ? Réponse : la mondialisation. Autrefois essentiellement nationales, les entreprises doivent désormais grossir pour sortir du lot sur le marché mondial.

Dans la plupart des cas, la société acquéreuse cherche en effet à générer ce qu'on appelle des économies d'échelle. Autrement dit, à répartir sur un plus grand nombre d'unités vendues ses coûts fixes (dépenses en recherche, en logistique, en effort commercial, etc.), ce qui lui permet d'accroître sa rentabilité. Par ailleurs, plus la taille d'un groupe est grande, plus son pouvoir de négociation est important : il peut

en particulier imposer des prix plus bas à ses fournisseurs, car ils sont d'autant plus dépendants de lui. Ce fut typiquement le cas pour le groupe Carrefour, suite à sa fusion avec Promodès en 1999.

La recherche de complémentarités constitue une autre motivation majeure : il s'agit de compléter son offre pour vendre davantage sur des marchés déjà labourés ou de compléter sa couverture géographique pour pénétrer de nouveaux marchés. Acquérir une entreprise est un moyen rapide de se lancer sur de nouveaux produits ou dans d'autres pays. Typiquement, le rachat des smartphones Motorola par Lenovo va ouvrir au groupe chinois les portes des marchés américain et européen, où le chinois est encore peu connu. Parallèlement, les modèles haut de gamme de Motorola viendront enrichir l'offre de téléphonie mobile de Lenovo, pour l'instant dominée par des appareils à bas prix. À l'inverse, Essilor a racheté l'an dernier l'entreprise américaine Transition Optical, dont les ventes de verres photochromiques connaissent des taux de croissance élevés en Asie et en Amérique latine.

Une fusion ou une acquisition peut, enfin, être dictée par la volonté de supprimer un rival (comme ce fut le cas avec Casino et Monoprix), ou bien de lever une menace concurrentielle de manière préventive (Facebook a mis le prix pour éviter que les 450 millions d'utilisateurs de Whatsapp ne tombent entre les mains de Google). D'où aussi le

Philippe Huguen - AFP

## \* Lexique

**Fusion** : réunion de deux entreprises pour n'en former qu'une seule. Exemples : BNP Paribas, GDF Suez.

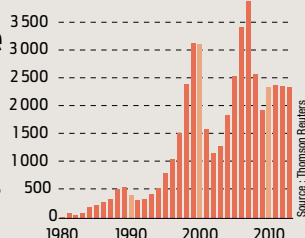
**Acquisition** : rachat d'une entreprise (la cible) par une autre (l'acquéreur). Exemple : le rachat de SFR par Numéricable.

**Offre publique d'achat (OPA)** : proposition faite aux actionnaires d'une société cotée de racheter leurs titres contre une somme en espèces.

**Offre publique d'échange (OPE)** : proposition faite aux actionnaires d'une société cotée de racheter leurs titres en échange de titres de la société initiatrice.

## Des opérations fortement corrélées à la conjoncture mondiale

Total des fusions-acquisitions, en milliards de dollars



## En savoir plus

**Pierre Vernimmen. Finance d'entreprise**, par Pascal Quiry et Yann Le Fur, chapitres 48 et 49, Dalloz, 2002.

« Les tendances récentes des opérations M&A réalisées par les groupes français », PWC, accessible sur <http://tinyurl.com/m8968mh>  
**The Impact of Cultural Differences on the Daimler Chrysler Merger**, par Svenja Stellmann, Grinn Verlag, 2010.

rôle majeur des autorités de la concurrence, qui doivent veiller à empêcher la création d'oligopoles nuisibles au consommateur.

Mais pour éviter de perdre leurs « champions nationaux », les pouvoirs publics ont souvent favorisé au contraire ces concentrations sur leur territoire, à l'instar de la constitution de GDF Suez en France. Cela dit, les perspectives économiques moroses ont surtout poussé les entreprises occidentales à chercher des relais de croissance à l'étranger, en rachetant des sociétés présentes dans les pays du Sud. Cette tendance devrait se poursuivre à l'avenir, même si aujourd'hui les cartes commencent à être redistribuées. « *De plus en plus d'acquisitions sont réalisées par des entreprises chinoises ou basées dans les pays émergents* », observe Ulrich Hege, professeur de finance à HEC Paris.

## Le facteur boursier

Le développement des fusions-acquisitions constitue donc une tendance de fond. A court terme, elles sont cependant sujettes à des cycles très marqués, liés en particulier à l'évolution des marchés financiers. Si les fusions et acquisitions ont plus que doublé en France en 2013, année où le CAC 40 a bondi de 18 %, elles restent malgré tout deux fois moins importantes qu'en 2007, moment où le CAC 40 était à son pic.

La corrélation s'explique facilement du côté des vendeurs : lorsque le cours de Bourse d'une entreprise augmente, ses dirigeants sont davantage incités à la céder, car ils en tireront un meilleur prix et réaliseront aisément une plus-value importante. Quant aux acquéreurs, l'évolution positive

## LA QUESTION DE LA VALORISATION DES ENTREPRISES

**Combien vaut une entreprise ?** La réponse est nettement plus compliquée qu'il n'y paraît. La valeur d'une société ne se limite pas à celle des produits qu'elle a en stock, ni aux bâtiments, aux machines et aux outils qu'elle détient. Bref, elle ne se réduit pas à ce qui figure officiellement à l'actif de son bilan. Son juste prix est déterminé par sa capacité à réaliser des bénéfices dans le futur : elle seule justifie qu'un capitaliste y investisse un montant donné.

Or, cette capacité dépend avant tout du « capital immatériel » de l'entreprise : le savoir-faire de ses salariés, la force de sa marque, la relation

de confiance qu'elle a su établir avec ses clients, le potentiel commercial de ses brevets, etc. Des éléments qu'il est souvent très difficile de mesurer. Et cela d'autant plus quand l'entreprise appartient à un nouveau secteur d'activité, sans référence valable.

D'où une approche finalement basique souvent retenue, celle des multiples. Elle se base sur des comparaisons avec d'autres acquisitions ayant eu lieu dans le même secteur. Reste que le prix fixé échappe aussi souvent à toute logique rationnelle, notamment quand le dirigeant tient absolument à racheter cette entreprise.

des marchés facilite l'émission de titres pour financer une acquisition quand on ne dispose pas de suffisamment de *cash*, comme c'est le cas actuellement de Numéricable pour le rachat de SFR.

## Un choc des cultures

Si les arguments pour justifier une fusion ou une acquisition ne manquent pas, toutes ces opérations ne sont pas couronnées de succès, loin s'en faut. Les experts estiment que dans un cas sur deux, les économies d'échelle réalisées au sein du nouveau groupe ne correspondent pas aux attentes initiales. Pour prendre une métaphore printanière, « *même si les fiançailles sont prometteuses et que le jour du mariage est une belle fête, la lune de miel n'est pas toujours réussie et la vie quotidienne est plus difficile à gérer* », décrit Audrey Rouziès, directrice du département stratégie à l'IAE de Toulouse.

Les difficultés d'intégration sont en effet fréquemment sous-estimées. Dans la phase de négociation, il faut aller vite pour

éviter qu'un concurrent n'entre dans la course. Peu de personnes sont impliquées : les dirigeants ainsi que quelques consultants et avocats d'affaires ; ce petit groupe de décideurs élabore des hypothèses rapidement, sans trop aller dans le détail. Or, une fois l'opération dévoilée, « *il faut ralentir le rythme et laisser le temps aux salariés des deux sociétés de se connaître et de collaborer* », décrypte Audrey Rouziès. Généralement mal anticipée, cette étape est pourtant très risquée, car le choc de deux cultures d'entreprise différentes peut créer des incompréhensions et nuire à l'efficacité du groupe.

L'exemple emblématique en la matière est celui de Daimler-Chrysler. La fusion du constructeur automobile allemand Daimler avec son rival américain Chrysler en 1998 a été un échec total. La mayonnaise n'a jamais pris. Et lors de la revente en 2007, Chrysler valait 7 milliards, alors que le groupe allemand avait déboursé 36 milliards de dollars pour l'acquérir en 1998... ■

THOMAS LESTAVEL

2 355

C'est le montant en milliards de dollars des fusions-acquisitions réalisées à l'échelle mondiale, en 2013.