

# LES « FUSIONS-ACQUISITIONS » : UN PRODUIT PARMIS D'AUTRES ?

JEAN-JACQUES DE BALASY\*

Les « fusions-acquisitions » reléguées au rang d'un produit parmi d'autres dans la palette des services bancaires, voici une notion, qui, il y a quelques années encore, aurait fait frémir les spécialistes du secteur et les maisons dont elles constituent l'essentiel du fonds de commerce.

## *LA VISION DES ENTREPRISES A PROFONDEMENT EVOLUÉ*

C'est pourtant aujourd'hui une réalité incontournable, ancrée dans l'esprit des clients autant, sinon plus, que dans l'organisation des banques d'affaires. La banalisation de l'offre en « fusions-acquisitions » et son intégration dans une gamme plus large de services découlent principalement des contraintes que doivent affronter les entreprises lorsqu'elles considèrent une acquisition, une cession ou un regroupement :

195

1. L'horizon stratégique des entreprises s'est élargi bien au-delà des frontières domestiques ou même européennes ; dans la plupart des secteurs, le *benchmarking* (calibrage) de l'industrie se fait au niveau mondial, ou, à tout le moins, au niveau cumulé européen et américain. Les critères de sélection de l'investissement ou de la cession, le seuil de « signification », l'impact commercial, le jugement des marchés, tous ces éléments de jugement préalables et postérieurs à l'opération sont aujourd'hui effectués sur un plan supranational et, souvent, supra-européen.

2. La majeure partie des entreprises utilisatrices des services de fusions-acquisitions sont cotées sur leur marché domestique, et pour les plus importantes d'entre elles, sur un autre marché, souvent américain. La sophistication croissante des techniques d'analyse financière, clairement mise en évidence dans un précédent numéro de la *Revue d'économie financière*<sup>1</sup>, oblige les entreprises à tenir compte de l'impact global de l'opération envisagée sur leur environnement :

---

\* Morgan Stanley Dean Witter

- les critères d'analyse s'affinent et, par voie de conséquence, l'impact financier des opérations doit être anticipé et mesuré avec une précision d'autant plus grande ; les critères se multiplient, de sorte qu'au-delà de ses conséquences financières, l'entreprise doit pouvoir justifier des aspects fiscaux, juridiques, de management, d'environnement même, et ce, dans tous les pays d'implantation de l'objet cédé ou acquis.

- la prise en compte du facteur « temps » revêt une importance croissante, non seulement dans la détermination de la mise en route du processus de cession ou d'acquisition, ou dans la capacité à obtenir les meilleures conditions financières, mais aussi dans le processus d'intégration post-acquisition : une intéressante étude de Mercer Management Consulting, réalisée en 1997 sur 300 opérations de fusion-acquisition de plus de 3 milliards de francs, dégage trois facteurs essentiels pour la réussite d'une acquisition :

- une vision ambitieuse et claire de la stratégie ;
- une préparation et une exécution méticuleuse des programmes de mise en œuvre ;
- une rapidité de l'intégration.

Des trois facteurs identifiés, deux concernent le *timing* des opérations.

196

3. La vision stratégique ne suffit plus et ne peut pas constituer l'*alpha* et l'*oméga* du discours des dirigeants :

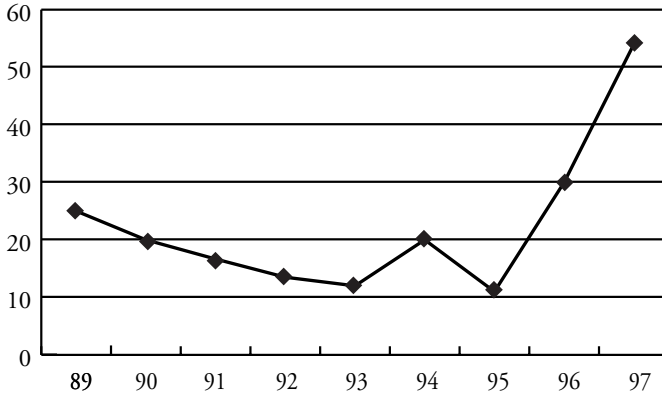
La gestion stratégique doit cohabiter avec une gestion patrimoniale active de l'entreprise, dans le respect de l'actionnaire ; l'entreprise doit dès lors combiner réflexion stratégique, impact financier et structures de financement. Celles-ci doivent assurer la pérennité du montage mais peuvent aussi apporter leur propre contribution à la rentabilité globale de l'opération :

Ne citons que l'apparition (éphémère ?) des CVG (Certificats de valeur garantie) dans le paysage français pour mesurer l'importance que peut revêtir la structure de financement pour la faisabilité et la rentabilité (effet de levier) d'acquisitions de taille importante.

Quelques chiffres témoignent de la profonde évolution du cadre de réflexion et de l'horizon d'action des grandes entreprises mondiales : en 1997, 25 % des opérations de fusion-acquisition ont été transfrontalières, contre moins de 5 % dix années plus tôt.

Le graphe présenté ci-contre permet aussi de constater que l'accroissement de la valeur cumulée des transactions opérées par les entreprises françaises s'est accompagné d'une hausse significative de la valeur unitaire de la transaction « phare », passée de 4 à 5 milliards de dollars entre 1989 et 1995 à plus de 10 milliards en 1996, 1997 et 1998. Le seuil de « signification » des transactions s'est élevé.

Graphique n° 1  
Valeur cumulée des transactions françaises



*LES SERVICES OFFERTS ONT SUIVI L'ÉVOLUTION  
DE LA DEMANDE*

L'organisation traditionnelle par géographie a largement laissé la place à une organisation matricielle complexe, où les banques essaient de couvrir tout à la fois les géographies, les secteurs industriels et l'expertise en matière de fusions-acquisitions.

L'équipe idéale, par exemple pour une opération de rapprochement réalisée par une entreprise américaine avec un grand groupe coté français, comprendrait un spécialiste du pays (*coverage officer*), un spécialiste du secteur industriel concerné, et plus particulièrement, un spécialiste *M&A* (de fusions-acquisitions) de ce secteur et un spécialiste *M&A* français pour tous les aspects spécifiquement français de l'opération (boursier, juridique, fiscal...).

Rares sont les organisations qui peuvent offrir une telle équipe dans tous les pays et pour tous les secteurs. Seules quelques grandes maisons américaines intégrées sont à un stade de développement avancé de cette matrice, mais il est frappant de constater que les grandes banques européennes sont maintenant toutes calquées sur ce modèle et essaient de bâtir cet édifice, par réorganisation interne ou par croissance externe (cf. les banques suisses et allemandes).

2. L'implication « verticale » des banques d'affaires dans le processus de détermination de l'acquisition ou de la cession s'est renforcée, essentiellement vers l'aval de ces opérations :

- le rôle des banques est primordial dans le processus de détermination du prix de l'opération, de ses impacts financiers immédiats, de la négociation même, du calcul de la marge de manœuvre créée ou détruite par cette opération et de ses aspects boursiers ;

- ce rôle s'étend maintenant aussi traditionnellement au processus de *due diligence*, juridique et financier, mais aussi, de plus en plus, aux aspects opérationnels, de management, d'assurances ou d'environnement ;

- les banques sont également en première ligne dans la négociation des garanties d'actif et de passif, qui tendent à devenir partie intégrante du prix et, de ce fait, à échapper à la seule sphère d'influence juridique ;

- de manière générale, les autres aspects liés aux *deals*, comme par exemple les relations avec les autorités de la concurrence, sont fréquemment soumis aux banquiers pour observations ou analyses ;

- une conséquence non négligeable de cette évolution est l'allongement de la durée moyenne nécessaire pour clore une opération, ce qui n'est pas indifférent au regard de la rémunération de la banque qui, - ne trahissons pas de secrets -, est largement liée au succès, - c'est-à-dire à la clôture -, de l'opération.

3. L'imbrication, de plus en plus étroite pour les entreprises, de la réflexion stratégique et des problématiques de financement, amène les banques d'affaires à intégrer leur offre de fusions-acquisitions au sein d'une offre plus globale qui puisse régler dans le même temps l'ensemble des problèmes de financement liés à l'acquisition.

198

Les questions posées sont nombreuses : montant des financements nécessaires à l'équilibre bilantiel, impact sur la rentabilité du projet mais aussi identification des types de financement appropriés (marchés de capitaux propres, marché de la dette, produits hybrides, *bridge financing*), et, au sein de chacun des marchés de capitaux, mise en évidence des investisseurs souhaités et disponibles, impact sur la structure d'actionnariat, équilibre global de la dette, positionnement futur de l'entreprise sur ces marchés.

Autant de questions auxquelles le spécialiste de fusions-acquisitions ne peut répondre s'il est isolé dans sa tour d'ivoire. Autant de problèmes qui peuvent être traités de manière ordonnée et confidentielle si ce spécialiste coordonne les travaux de ses collègues de marchés de capitaux et guide ceux-ci dans leur réflexion. Autant d'interlocuteurs divers qui doivent être consultés et coordonnés par le client, si son conseil en fusions-acquisitions ne peut pas gérer les autres aspects de l'opération.

Autant d'avantages pour la banque d'affaires et pour le client de regrouper les différentes réflexions sous un même toit, le *one stop shopping*.

### QUEL MODÈLE DE BANQUE D'AFFAIRES ?

Dans ces conditions, l'infrastructure mise à disposition des clients s'est considérablement alourdie au cours des dernières années :

spécialistes géographiques, sectoriels, experts en fusions-acquisitions, en marchés de capitaux, auxquels s'ajoute le formidable réseau nécessaire en appui des interlocuteurs du client pour « nourrir » la machine d'informations, d'expertise et « délivrer » l'opération. Tout ceci explique au moins partiellement les concentrations survenues à un rythme effréné au cours des derniers mois dans le domaine de l'*investment banking* (banque d'affaires).

Il est difficile de prévoir le modèle qui sera le plus adapté à la demande du client dans les prochains mois. La rapidité et la profondeur de l'évolution dans le passé récent, tant de la demande des clients que de la structure de l'offre des banques d'affaires, rendent périlleuses et aléatoires toutes projections en la matière.

L'expérience récente suggère cependant que deux modèles sont peut-être inadéquats ou limités dans leurs perspectives de développement :

- Les banques d'affaires quasi-exclusivement centrées sur les fusions-acquisitions, et qui se caractérisent généralement par une grande concentration de matière grise et une grande parcimonie de capitaux propres ; on voit bien que ces banques n'ont pas les moyens de mettre en place les « matrices » d'organisation qui s'imposent progressivement, non seulement parce que souvent elles n'ont pas les moyens de recruter et de payer les nombreux spécialistes nécessaires, et ce, d'autant plus que dans ce domaine, il faut consentir un effort significatif avant de pouvoir prétendre gérer une matrice globale, même embryonnaire, mais aussi parce qu'elles ne sont pas présentes sur les marchés nécessaires pour couvrir les frais fixes générés par la matrice. Celle-ci en effet ne prend tout son sens que si elle s'applique non seulement aux fusions-acquisitions, mais aussi aux marchés *equity* (de capitaux) et *debt* (de dette).

- Pour des raisons très différentes, le modèle récent que constituent les grandes banques commerciales qui ont absorbé des banques d'affaires -, comme par exemple UBS avec Warburg Dillon Read, ou Deutsche Bank avec Morgan Grenfell - ne survivra peut-être pas très longtemps : l'idée est séduisante - compléter la palette de services des banques commerciales par un service intégré d'*investment banking*, absorber les coûts fixes sur une masse suffisante et générer des synergies importantes en faveur essentiellement de la banque commerciale. Mais la réalité est toute autre : différences irréductibles de culture, allongement critique des processus de décisions, carences des systèmes de contrôle des risques, manques importants de confidentialité, ont en fait limité l'intégration des banques d'affaires au sein de l'organisation globale ; dès lors, la banque commerciale supporte avec difficulté la volatilité des résultats de son pôle *investment banking* et le fait savoir. A peine quatre mois

après avoir fusionné avec SBC et annoncé son intention de concurrencer les banques d'affaires américaines, UBS s'interroge officiellement sur le maintien de Warburg Dillon Read en son sein.

Les années à venir promettent d'être chaudes.

### NOTE

1. « L'évolution de l'analyse financière dans la contrainte européenne » Didier Rabattu et François Watt, paru dans le numéro 47 de la *Revue d'économie financière*, consacré au marché primaire.