

LES  
CONFÉRENCES  
de



**La maîtrise des risques dans les opérations d'acquisition**

## Sommaire

- **Introduction**
- **Cartographie des risques**
- **Appréciation des risques et illustrations**
- **Bonnes pratiques et recommandations**

# INTRODUCTION

## Introduction (1/2)

- **Contexte**

**La réussite d'une opération de rapprochement d'entreprises repose sur le succès conjoint de 3 processus très différents demandant chacun des compétences et des expériences particulières :**

- La définition d'une stratégie de développement pertinente dans sa dimension de croissance externe
- L'exécution d'une transaction complexe faisant intervenir un grand nombre d'intervenants externes
- L'assimilation harmonieuse des équipes et des façons de faire de l'entreprise cible de l'acquisition

## Introduction (2/2)

- **Objectif du Groupe de travail**

**Proposer un Guide pratique présentant :**

- les principaux risques rencontrés lors d'une opération d'acquisition
- les outils de mesure de leur criticité
- des bonnes pratiques permettant de limiter ces risques et de mieux les contrôler

- **Un Groupe de travail pluridisciplinaire**

**Près de 40 participants :**

- des dirigeants d'entreprises de groupes cotés et de moyennes entreprises (Directeurs financiers, Directeurs des M&A, Directeurs de la stratégie)
- des intervenants externes (avocats, conseils financiers, auditeurs, consultants en intégration, consultants en stratégie)

# CARTOGRAPHIE DES RISQUES

## Cartographie des risques

- **Les 7 familles de risques**
  - La faiblesse de la réflexion stratégique préalable à l'acquisition
  - Le manque de ressources et de compétences en fusions-acquisitions
  - L'éloignement des métiers de l'entreprise cible de l'acquisition
  - L'intensité concurrentielle du processus de vente
  - L'importance relative des actifs intangibles
  - Les incertitudes liées à l'environnement réglementaire
  - Les difficultés d'intégration de l'entreprise cible de l'acquisition

## Cartographie des risques

### La faiblesse de la réflexion stratégique préalable

- **Le risque couru est celui de l'improvisation stratégique**
    - Une acquisition doit correspondre à la mise en œuvre d'un plan stratégique définie préalablement au début de l'opération
    - La stratégie doit être définie et formalisée
- 
- **Points d'attention**
    - Quel problème stratégique ou opérationnel cherche-t-on à résoudre au moyen de l'acquisition envisagée ?
    - Quelles sont les solutions alternatives qui ont été étudiées pour répondre au problème posé ?
    - Quelle connaissance a-t-on du marché de la cible de l'acquisition et de son évolution ?
    - Quelle connaissance a-t-on des concurrents de la cible d'acquisition et des stratégies qu'ils mettent en œuvre ?
    - Quel est le plan B qui sera mis en œuvre si l'acquisition ne peut pas être conclue ?

## Cartographie des risques

### Le manque de ressources et de compétences en M&A

- **La disponibilité de ressources internes à l'entreprise est essentielle**
  - **Une équipe managériale sans expérience**
  - **Il faut protéger les activités récurrentes de l'entreprise**
- 
- **Points d'attention**
    - L'équipe de direction de l'acquéreur a-t-elle réalisé des opérations d'acquisition dans un passé récent ?
    - La gouvernance de l'acquéreur est-elle adaptée au pilotage d'un projet d'acquisition ?
    - L'acquéreur dispose-t-il d'un processus formalisé décrivant les différentes étapes d'une transaction ?
    - Les ressources internes nécessaires peuvent-elles être mobilisées dans l'organisation de l'acquéreur ?
    - L'acquéreur dispose-t-il d'un réseau de conseils externes connaissant bien l'entreprise et ses personnes ?

## Cartographie des risques L'éloignement des métiers de l'entreprise

- **On distingue habituellement deux types d'acquisition :**
  - Celles qui renforcent le métier établi de l'acquéreur
  - Celles qui permettent à un acquéreur de développer son activité dans de nouveaux domaines :
    - Même offre mais contexte différent
    - Même base clients mais proposition différente
    - Clients, offres, contexte différents

**Le risque lié à l'acquisition ira crescendo si le nombre de facteurs de diversification augmente**

- **Points d'attention**
  - L'acquéreur a-t-il suffisamment étudié la cible pour bien comprendre l'étendue de la diversification ?
  - L'acquéreur a-t-il analysé et compris les problèmes liés à l'éloignement du métier de la cible ?
  - L'acquéreur a-t-il pris en compte l'étendue de la diversification dans la définition de son mode d'intégration et de ses synergies ?

## Cartographie des risques L'intensité concurrentielle du processus de vente

- **Le positionnement dans le cycle macro-économique est fondamental**
  - **La valorisation en découle pour une large part**
- 
- **Points d'attention**
    - A quel moment d'un cycle macro-économique intervient l'opération d'acquisition ?
    - N'y a-t-il pas un cycle « micro-économique » qui peut affecter l'appréciation de la valorisation ?
    - Le processus de vente est-il intermédié et s'inscrit-il dans une logique de maximisation de la valorisation au détriment des autres paramètres ?
    - A-t-on mis en place des processus et des moyens permettant une appréciation objective du prix d'acquisition ?

## Cartographie des risques L'importance relative des actifs intangibles

- **La part des intangibles dans les deals tend à augmenter**
  - **Les intangibles n'apparaissent pas toujours au bilan (ie 'le capital humain')**
  - **Le problème n'est pas traité avec l'importance et la précision voulue**
- 
- **Points d'attention**
    - A-t-on bien compris qui étaient les personnes-clés de la cible et a-t-on pris la peine de les rencontrer avant la conclusion de l'opération ?
    - Quelle valeur accorder aux marques et aux brevets détenus par la cible de l'acquisition ?
    - Le savoir faire repose-t-il sur des personnes, leur expérience et leur mémoire, ou sur des processus formalisés ?
    - En quoi l'opération d'acquisition peut-elle impacter la relation historique entre la cible et ses clients ?
    - Y a-t-il des éléments dits « hors bilan » qui peuvent avoir un effet significatif sur la valeur de la cible ?

## Cartographie des risques

### Les incertitudes liées à l'environnement réglementaire

- **L'environnement réglementaire habituel de l'entreprise s'applique**
  - **Des contraintes spécifiques s'y rajoutent (ie. anti-trust)**
  - **L'information pertinente est rarement disponible**
- 
- **Points d'attention**
    - A-t-on une bonne compréhension des positions concurrentielles et de la façon dont elles vont être appréciées par les autorités de la concurrence ?
    - La cible est-elle en conformité parfaite avec toutes les réglementations ou y a-t-il des manquements significatifs ?
    - L'impact de l'opération sur les autorisations administratives nécessaires à la poursuite de l'activité a-t-il été étudié ?

## Cartographie des risques

### Les difficultés d'intégration de l'entreprise cible de l'acquisition

- Une intégration ratée est la cause la plus fréquente d'échec des opérations de M&A
  - La complexité ne doit pas être sous-estimée
  - La stratégie qui a prévalu ne doit pas être perdue de vue
- 
- **Points d'attention**
    - Le projet d'intégration est-il structuré sur la base d'une gouvernance formalisée et d'un suivi des objectifs ?
    - A-t-on compris et mesuré les différences d'ordre culturel ou géographique entre l'acquéreur et la cible ?
    - L'organisation de l'acquéreur a-t-elle été repensée pour tenir compte de l'intégration de la cible ?
    - L'intégration des systèmes d'information a-t-elle fait l'objet d'une étude et d'un chiffrage détaillés ?
    - Les aspects de ressources humaines et de communication ont-ils été suffisamment préparés avant l'intégration ?

# APPRECIATION DES RISQUES ET ILLUSTRATIONS

## Appréciations des risques et illustrations (1/6)

- **Appréciation du risque intrinsèque à une opération**
  - La cartographie présentée est une grille de lecture qui doit servir à apprécier les risques encourus
  - Cette appréciation doit être le support d'un choix toujours difficile à faire entre deux options :
    - Ne pas conclure l'opération car les risques identifiés apparaissent trop importants, cette décision pouvant intervenir à différents moments du processus
    - Conclure l'opération et mettre en œuvre des plans d'action de nature à contrôler les risques identifiés
  - L'appréciation peut être qualitative et reposer sur un principe de voyants tricolores :
    - Vert : le risque est inexistant, faible ou facilement contrôlable
    - Orange : le risque est significatif, un plan d'actions devra être défini
    - Rouge : le risque est très important, la conclusion de l'opération est à éviter

## Appréciations des risques et illustrations (2/6)

- **Appréciation du risque global pris par l'acquéreur**

- **Le risque encouru dans une opération d'acquisition est celui de la destruction de valeur pour l'acquéreur :**
  - Elle peut être directe et correspondre à un faible retour sur l'investissement financier consenti
  - Elle peut aussi être indirecte et collatérale : un management fortement concentré sur une acquisition peut s'éloigner pour un temps de son cœur d'activité
- **Dans tous les cas :**
  - la destruction de valeur est le plus souvent proportionnelle à la taille de l'acquisition. Quand la taille de l'acquisition est, en proportion, significative par rapport à la taille de l'acquéreur, l'opération d'acquisition peut conduire à de graves difficultés pour l'acquéreur
  - Le facteur mesurant la taille relative de l'acquisition par rapport à la taille de l'acquéreur est donc majeur dans la mesure du risque global de l'opération et est indépendant des 7 familles de risques.
- **Le risque de l'opération d'acquisition peut ainsi être pris en toute connaissance de cause :**
  - Plus la taille relative de l'acquisition est faible et plus on peut se permettre de prendre ce risque
  - Plus la taille relative de l'acquisition est importante et plus on doit se poser la question de la nécessité de faire l'opération car la sanction de l'échec peut aller jusqu'à la faillite

## Appréciations des risques et illustrations (3/6)

### Exemple 1 : Un grand groupe européen de la chimie acquiert une start-up américaine

#### Contexte

- Un grand groupe chimique européen s'intéresse ainsi à une start-up américaine d'une vingtaine de personnes, qui a développé une technologie unique pour la production à façon de certaines molécules. La société a été créée par 2 chercheurs et l'activité repose pour l'essentiel sur leurs savoirs et leurs contacts.
- Son chiffre d'affaires est faible mais son potentiel semble très élevé. La vente de la société fait l'objet d'une enchère très compétitive. Les prix montent très haut. Le groupe chimique européen est le mieux disant.

#### Appréciation du risque

- La faiblesse de la réflexion stratégique préalable
- Le manque de ressources et de compétences
- L'éloignement des métiers de la cible
- L'intensité concurrentielle du processus de vente
- L'importance relative des actifs intangibles
- Les incertitudes liées à l'environnement réglementaire
- Les difficultés d'intégration de la cible

#### Conclusions

- 4 domaines de risque sont en alerte rouge
- Même si des actions de réduction et de contrôle des risques sont envisageables dans chacun de ces domaines, la probabilité de réussite d'une telle acquisition est extrêmement faible, d'autant plus que la taille relative de la transaction par rapport à la taille de l'acquéreur est importante

## Appréciations des risques et illustrations (4/6)

### Exemple 2 : Un groupe français acquiert une PME italienne dans les câbles industriels spéciaux

#### Contexte

- Les grands constructeurs de câbles souhaitent se renforcer dans les spécialités à plus haute valeur ajoutée
- La PME italienne possède une usine moderne près de Milan. Elle a une forte rentabilité, supérieure à celle du groupe français, grâce à un positionnement de niche. La PME est détenue par ses fondateurs qui sont proches de l'âge de la retraite. Le management repose sur quelques hommes-clés de la nouvelle génération qui sont prêts à rester à leurs postes après l'acquisition.

#### Appréciation du risque

- La faiblesse de la réflexion stratégique préalable
- Le manque de ressources et de compétences
- L'éloignement des métiers de la cible
- L'intensité concurrentielle du processus de vente
- L'importance relative des actifs intangibles
- Les incertitudes liées à l'environnement réglementaire
- Les difficultés d'intégration de la cible

#### Conclusions

- Le risque sur cette acquisition est faible. Le fait d'avoir identifié la cible très en amont a permis une démarche proactive évitant le processus concurrentiel.
- L'intérêt stratégique et l'intégration des personnes-clés ont été mûrement réfléchis. La recommandation est ici de faire en prenant garde néanmoins de ne pas sous-estimer le problème de l'intégration.

## Appréciations des risques et illustrations (5/6)

### Exemple 3 : Un groupe européen du secteur nucléaire acquiert un de ses fournisseurs

#### Contexte

- La société rachetée est une chaudronnerie industrielle d'un CA proche de 100 M€ qui fournit des pièces au groupe européen. Elle est constituée de plusieurs activités indépendantes, dont certaines doivent progresser rapidement par des investissements de capacité, dont d'autres sont dans des impasses stratégiques.
- La chaudronnerie est dirigée depuis peu par un jeune dirigeant, ancien conseil en stratégie, qui centralise beaucoup l'information. C'est une PME dynamique qui a une structure de frais généraux très légère.

#### Appréciation du risque

- La faiblesse de la réflexion stratégique préalable
- Le manque de ressources et de compétences
- L'éloignement des métiers de la cible
- L'intensité concurrentielle du processus de vente
- L'importance relative des actifs intangibles
- Les incertitudes liées à l'environnement réglementaire
- Les difficultés d'intégration de la cible

#### Conclusions

- Le risque sur cette acquisition est réel mais il est clairement défini et concentré sur 2 sujets : la différence de métier et l'intégration d'une PME dans un grand groupe.
- La recommandation est ici de conclure l'opération mais de ne pas sous-estimer le poids des problèmes identifiés. Une intégration très progressive, respectueuse de l'identité et de la culture de la cible, est la solution la mieux adaptée.

## Appréciations des risques et illustrations (6/6)

### Exemple 4 : Un grand groupe minier veut acquérir un des ses principaux concurrents

#### Contexte

- Les activités de production de minerais et de métaux connaissent un pic historique lié à une croissance mondiale forte, notamment impulsée par la Chine et l'Inde. Un mouvement de consolidation s'amorce. Le plus grand groupe minier mondial lance une OPA sur un des principaux concurrents, le numéro 4 dans la hiérarchie mondiale. Cette acquisition doit encore renforcer sa position de leadership.
- La résistance de la cible est acharnée. La valeur proposée par l'acquéreur est jugée insuffisante.

#### Appréciation du risque

- La faiblesse de la réflexion stratégique préalable
- Le manque de ressources et de compétences
- L'éloignement des métiers de la cible
- L'intensité concurrentielle du processus de vente
- L'importance relative des actifs intangibles
- Les incertitudes liées à l'environnement réglementaire
- Les difficultés d'intégration de la cible

#### Conclusions

- Le projet d'acquisition intervient au plus haut d'un cycle économique et le risque de survalorisation est donc maximal
- Il semble évident que les autorités de la concurrence vont mettre beaucoup de temps avant de donner leur agrément. La recommandation est de s'interroger sur la pertinence d'un tel mouvement.

# BONNES PRATIQUES ET RECOMMANDATIONS



## Bonnes pratiques et recommandations (1/7)

- **Les 5 moments-clés du processus d'acquisition**

- 1- Le choix de la croissance externe
- 2- La remise d'une offre préliminaire
- 3- La remise d'une offre ferme
- 4- La signature du protocole d'acquisition
- 5- La mise en œuvre du plan d'intégration

## Bonnes pratiques et recommandations (2/7)

- **Moment-clé n°1 : Le choix de la croissance externe**

**Facteur de risque n°1 : La faiblesse de la réflexion stratégique préalable à l'acquisition**

- Formaliser le raisonnement stratégique
- Ecrire et présenter sa stratégie à différents auditoires internes ou externes

**Facteur de risque n°2 : Le manque de ressources et de compétences en fusions-acquisitions**

- S'assurer avant le lancement de la première opération d'acquisition que le management de l'entreprise dispose de suffisamment de temps (attention à l'empilement des projets)
- Vérifier que les conseils qui deviendront les partenaires du plan de croissance externe ont bien été identifiés

**Facteur de risque n°7 : Les difficultés d'intégration de l'entreprise cible de l'acquisition**

- Avant de se lancer dans des opérations d'acquisition, le dirigeant d'entreprise devra s'assurer que ses équipes sont en situation de pouvoir intégrer des activités nouvelles.
- Ce ne serait pas le cas par exemple si l'entreprise était en train de mettre en œuvre un projet majeur et transformant

## Bonnes pratiques et recommandations (3/7)

- **Moment-clé n°2 : La remise d'une offre préliminaire**

### Facteur de risque n°2 : Manque de ressources et de compétences

- Mobiliser les ressources internes disponibles
- Identifier les ressources externes nécessaires
- En apprécier le coût prévisionnel de façon prudente

### Facteur de risque n°4 : L'intensité concurrentielle du processus de vente

- Attention au risque de survalorisation de la cible
- Indicateurs de haut de cycle :
  - Accélération du nombre de transactions
  - Cibles rares
  - Augmentation des transactions payées « en papier »
- Risque accentué lorsque le vendeur a mis en place un processus sous forte contrainte de temps
- Attention au syndrome du « train qui ne passe qu'une fois » qui fait toujours des ravages

### Facteur de risque n°4 (suite) : L'intensité concurrentielle du processus de vente

- Sur la base de l'info-mémo et des informations publiques (comptes déposés...), effectuer une première estimation des synergies (optique industrielle) et appréciation des conditions de financement de la cible

## Bonnes pratiques et recommandations (4/7)

- **Moment-clé n°3 : La remise d'une offre ferme**

**Facteur de risque n°3 :  
L'éloignement des métiers de  
l'entreprise cible de l'acquisition**

- Obtenir d'un membre (interne ou externe) de l'équipe de due diligence une synthèse pour une bonne compréhension du métier de la cible
- Associer les opérationnels de l'acquéreur à la prise de décision
- Confronter les opérationnels de l'acquéreur et ceux de la cible pour mesurer l'éloignement des métiers

**Facteur de risque n°4 : Intensité  
concurrentielle du processus de  
vente**

- Apprécier les conséquences de la due diligence sur :
- le périmètre de l'acquisition et le prix proposé
- le niveau des garanties à obtenir
- le contenu de l'éventuelle clause de complément de prix
- les éléments périphériques à l'acquisition à négocier (accompagnement du cédant, modalités de sortie d'un groupe...)

**Facteur de risque n°5 :  
L'importance relative des actifs  
intangibles**

- Apprécier le risque de perte de valeur sur les actifs intangibles :
- Marques, brevets : consulter des spécialistes
- Clientèle : solliciter des contacts avec les clients-clé
- Personnel : solliciter des contacts avec les managers-clé
- Organisation : apprécier les adaptations nécessaires des systèmes d'information

## Bonnes pratiques et recommandations (5/7)

- **Moment-clé n°4 : La signature du protocole d'acquisition**

### Facteur de risque n°4 : L'intensité concurrentielle du processus de vente

- Prix peu susceptible d'évoluer fortement entre l'offre ferme et le contrat de vente.
- Veiller au bon fonctionnement de la clause d'ajustement de prix (investissement préalable à la cession, variation de BFR)
- Principaux éléments à entériner :
  - Contenu de la garantie d'actif et de passif
  - Eléments périphériques à la transaction : modalités d'accompagnement du cédant, de sortie d'un groupe, de départ de certains salariés (entreprises familiales).

### Facteur de risque n°7 : Les difficultés d'intégration de l'entreprise cible de l'acquisition

- Profiter du temps de la négociation du contrat pour la préparation détaillée de l'intégration.
  - Réfléchir aux moyens de fidéliser les salariés-clé
- Constituer une « équipe projet » et commencer à réfléchir à un plan d'intégration qui sera affiné lorsque l'acquéreur aura plus largement accès au personnel de la cible.

## Bonnes pratiques et recommandations (6/7)

- **Moment-clé n°5 : La mise en œuvre du plan d'intégration (1/2)**

**Un accord engageant n'est pas la fin du processus d'acquisition mais plutôt un nouveau départ :**

- Le succès repose alors sur le maintien d'une logique et d'une structure de projet.
- Demander à chacun des départements de l'acquéreur d'intégrer son aspect de l'activité de la cible indépendamment des autres départements conduit le plus souvent à des difficultés voire à des pertes de valeur importantes (démotivation des équipes de la cible, désorganisation, impact sur les clients, etc.)

**Il faut donc définir et mettre en œuvre un plan d'intégration coordonné :**

- Dans l'idéal, ce n'est que la traduction dans le détail d'orientations stratégiques prises plus tôt (au moment de la remise de l'offre ferme).
- Comme toute opération « spéciale », n'entrant pas dans l'activité normale de l'entreprise, elle doit faire l'objet d'une attention particulière, d'une structure-projet spécifique, d'un reporting périodique, etc.

**Deux étapes peuvent être distinguées, qui doivent être bien définies :**

- Une phase de transition (« 90 jours ») organisée en mode projet avec des groupes de travail
- Une phase plus longue, de reporting spécifique, qui va jusqu'à la mise en œuvre (1-3 ans)

## Bonnes pratiques et recommandations (7/7)

### • Moment-clé n°5 : La mise en œuvre du plan d'intégration (2/2)

#### Facteur de risque n°1 : Faiblesse de la réflexion stratégique préalable

- Au démarrage et dans la mise en œuvre de l'intégration, la vision stratégique doit être partagée par les cadres clés.
- L'alignement des différentes équipes doit être organisé de manière itérative à mesure qu'elles sont impliquées dans les travaux d'intégration

#### Facteur de risque n°2 : Manque de ressources et de compétences

- L'articulation entre l'effort d'intégration et l'activité au quotidien est un problème récurrent. Il faut savoir dégager les bonnes ressources pour mettre en œuvre le processus de rapprochement.
- Ceci passe notamment par la valorisation, au niveau le plus élevé de la hiérarchie, des efforts déployés pour l'intégration

#### Facteur de risque n°3 : Eloignement des métiers de la cible

- La fragmentation des sites ou des zones géographiques, l'intégration de nouvelles activités suppose une organisation décentralisée et coordonnée des groupes de travail.
- Il faut veiller en permanence aux plannings, à la cohérence des actions, et à la qualité de la communication projet

#### Facteur de risque n°5 : Importance des actifs intangibles

- Le pilotage d'une intégration varie selon la stratégie poursuivie.
- Les actions d'intégration découlent directement des risques repérés dans les phases précédentes..

**MERCI POUR VOTRE ATTENTION**