

## GUIDE DES BONNES PRATIQUES N°16



La maîtrise des risques  
dans les opérations d'acquisition



Grand partenaire



**sage**

Avec la participation de :

FAIR-M&A

PARIS CORPORATE FINANCE

[POST MERGER INTEGRATION] FACTORY®

## FAIR-M&A



Créée en 2007 par Jacques LEHRE, ancien directeur des fusions-acquisitions de Rhodia, FAIR-M&A propose des services d'assistance à la réalisation des opérations de M&A. Ces services reposent sur la mise à disposition d'une plateforme électronique de support aux transactions, élaborée dans le cadre d'un partenariat stratégique avec IBM. A l'aide de cette plateforme, des outils méthodologiques et des standards proposés par FAIR-M&A, les entreprises, les fonds d'investissement et les conseils peuvent améliorer de façon très importante le pilotage et la réalisation de leurs opérations de fusions-acquisitions. L'utilisation de la plateforme peut être étendue à la phase de pré-transaction (notamment le screening des cibles d'acquisition) et à la phase d'intégration. En ce sens, elle apporte une réponse nouvelle à deux problèmes récurrents du M&A : la faiblesse de la veille préalable aux acquisitions, la discontinuité entre la transaction et l'intégration des cibles d'acquisition.

FAIR-M&A a vocation à devenir la plateforme électronique de référence dans le domaine des fusions-acquisitions. FAIR-M&A est un concept innovant qui met la performance et l'efficacité au centre de la problématique M&A. C'est une méthode mais c'est aussi une éthique. C'est un processus rigoureux mais c'est aussi une flexibilité maximale. FAIR-M&A est une réponse adaptée aux exigences contradictoires d'un monde en quête de globalisation sereine.

Pour en savoir plus : [www.fair-ma.com](http://www.fair-ma.com)

Contact : Jacques LEHRE - [jacques.lehre@fair-ma.com](mailto:jacques.lehre@fair-ma.com)





*Paris Corporate Finance*

Paris Corporate Finance rassemble des professionnels expérimentés ayant fait le choix de la spécialisation dans les métiers du corporate finance, notamment le conseil dans les opérations d'acquisition, de cession d'entreprises et de recherche de financement. Leur expertise est en permanence affûtée au contact d'investisseurs financiers ou industriels, français ou internationaux.

Pour la réalisation de ces missions qui nécessitent des compétences multiples, et lorsque son client lui demande de coordonner les opérations, Paris Corporate Finance s'efforce de réunir la meilleure équipe de spécialistes : avocats, actuaires, ingénieurs en environnement, experts en systèmes d'information, etc.

Cette possibilité de choisir les meilleurs est permise par l'indépendance du cabinet. Celle-ci permet aussi des conditions d'intervention raisonnables et le développement de relations de confiance avec ses clients. Au sein du cabinet, la transmission des savoirs et la promotion des jeunes talents est encouragée. Ils peuvent s'épanouir dans les différents domaines d'intervention de Paris Corporate Finance : les due diligences, l'expertise indépendante, l'évaluation d'entreprises ou de préjudices économiques, le redressement d'entreprises en difficulté.

Pour en savoir plus : [www.paris-corporate-finance.fr](http://www.paris-corporate-finance.fr)

Contact : Pierre-Jean Gaudel - [pj.gaudel@pariscf.com](mailto:pj.gaudel@pariscf.com)

Tél. : 33 (0)1.53.53.61.52



## [POST MERGER INTEGRATION] FACTORY®

PMI Factory a été créée en 2008. Elle compte parmi les très rares sociétés dans le monde dédiées au « Post Merger Integration ».



Démarrée en France par Gilles Ourvoie, ancien Directeur de l'offre Transaction Integration Services chez Ernst & Young Corporate Finance, PMI Factory a aujourd'hui une implantation au Royaume-Uni (Londres), en Italie (Milan et Turin) et au Moyen-Orient (Dubai). PMI Factory propose des solutions innovantes à travers :

- Un accès unique aux experts sélectionnés par PMI Factory en accord avec près de 50 cabinets réputés couvrant toutes les activités fonctionnelles ou opérationnelles, de la stratégie à la mise en œuvre.
  - Une méthodologie propre, des programmes de formations, l'utilisation d'outils informatiques et un lien privilégié avec le monde universitaire.
  - Une connaissance précise de l'ensemble du processus de M&A et la capacité d'intervenir en amont du closing : due diligence stratégique, évaluation du plan d'intégration, coaching de chef de projet.
  - Une structure de coûts et des plannings adaptés à vos projets.
- A travers PMI Factory, c'est une équipe en réseau de plus de 300 consultants très expérimentés qui peut s'engager avec vous !

Pour tout renseignement :

- Site web : [www.pmifactory.com](http://www.pmifactory.com)
- Mail : [contact@pmifactory.com](mailto:contact@pmifactory.com)

L'Académie lance sa 16<sup>ème</sup> publication : « La maîtrise des risques dans les opérations d'acquisitions », et c'est pour nous l'occasion de renouveler notre format. Découvrez ce nouveau guide des bonnes pratiques avec une nouvelle mise en page et un nouveau design.

De nombreuses études consacrées aux fusions-acquisitions montrent qu'une part importante d'entre elles, environ 1 sur 2, échouent, au sens où elles détruisent de la valeur pour l'acquéreur. J'ai moi même eu l'occasion de l'observer pour avoir été souvent impliqué dans ce type d'équation.

Un groupe de travail de l'Académie a donc été chargé d'identifier les principaux risques, stratégiques, opérationnels, financiers, culturels..., qui peuvent être rencontrés à l'occasion d'une opération d'acquisition ; puis de proposer une méthodologie destinée à mesurer leur poids respectif et d'élaborer ensuite les bonnes pratiques, procédures et systèmes d'informations de nature à corriger les dérives et d'optimiser les facteurs favorables.

Il n'est pas douteux que cette problématique concerne les financiers et comptables mais aussi les opérationnels et dirigeants. Une fusion mal faite ou ratée ce sont des pertes d'énergie, d'argent voire une déconvenue stratégique très préjudiciable et parfois dangereuse pour la pérennité de l'ensemble.

C'est pourquoi j'ai accueilli avec le plus vif intérêt la proposition de Pierre-Jean Gaudel de réfléchir à cette problématique et apporter des propositions de solutions pragmatiques.

Je suis particulièrement impressionné par la qualité des travaux de ce groupe de travail et nul doute que je les utiliserai personnellement dans ma pratique professionnelle qui m'amène assez souvent à être confronté à ces sujets.

Je remercie les membres du groupe, en particulier Pierre-Jean Gaudel, Bernard Delbourg, Jacques Lehre, Gilles Ourvoie et Anthony Devines, ceux du comité de pilotage ainsi que les contributeurs qui ont permis la réalisation de cet ouvrage, et particulièrement notre partenaire SAGE qui en a assuré l'édition ; Fair-M&A, Paris Corporate Finance et PMI Factory qui ont financé l'impression de ce guide et je les en remercie.



William NAHUM  
Président de l'Académie

La crise actuelle force les entreprises à piloter leurs activités dans un environnement plein d'incertitudes.

Dans ce contexte, les stratégies d'acquisition sont variées d'une société à l'autre. Il s'agit pour certaines de maîtriser les risques majeurs identifiés sur la trésorerie et l'endettement en limitant les opérations d'acquisition et pour d'autres de bénéficier d'opportunités émergeant de la crise, en rachetant des entreprises en difficulté.

Dans tous les cas, la maîtrise des risques s'impose pour réussir les transactions dans cette période d'instabilité affectant le prix de la cible, les possibilités de levée de fonds, l'ensemble dans un cadre affecté par une incertitude accrue sur la rentabilité future, souvent affichée dans des business plans ambitieux.

Pour ce faire, la stratégie d'acquisition doit être définie, formalisée et non improvisée afin de ne pas finir en échec comme une acquisition sur deux selon les experts. Elle doit de plus s'intégrer dans la politique globale de l'entreprise.

L'idée est de sécuriser ces opérations en appliquant des processus structurés lors de la prise de décision d'acquisition et lors de l'intégration de la cible.

Au sein de Sage, au fil des acquisitions, nous avons élaboré une méthodologie s'appuyant notamment sur la mise en place d'outils informatiques, ayant contribué à la réussite de notre croissance externe. Ce processus s'inscrit dans un « mode projet », associant les acteurs financiers et les opérationnels, dès l'amont et l'examen des cibles potentielles et jusqu'à la finalisation des accords et l'intégration des structures. Nous sommes convaincus qu'actuellement ce type d'approche est indispensable.



Marie-Pierre BERNARD  
Directeur de la comptabilité,  
de la trésorerie et des taxes  
Sage en France



# Composition du groupe de travail

## Groupe de travail animé par :

- **Bernard DELBOURG**  
Directeur du développement puis Directeur immobilier, IBM
- **Pierre-Jean GAUDEL**  
Associé gérant, Paris Corporate Finance
- **Jacques LEHRE**  
Directeur Général, Fair M&A
- **Gilles OURVOIE**  
Associé gérant, PMI Factory

## avec la contribution de :

- **Anthony DEVINES**  
Transaction Services, Bellot Mullenbach & Associés

## Membres du Groupe de travail :

- **Marc BAULIER**  
Président, Yknot
- **Alain BEAULAC**  
Associé, Entrepreneur Venture
- **Philippe BEAUREGARD**  
Avocat associé, Brunswick
- **Daniel BEDNAR**  
Vice-Président, Bureau Véritas
- **Guy BENDA**  
Avocat associé, Ashurst
- **Jack BERTRANDON**  
Associé gérant, Strategy Finance Développement
- **Erik BOISSEAU-LAURE**  
Vice-Président, Centre de Stratégie Avancé
- **Marc CHOUSSAT**  
Vice-Président Strategy, Technip
- **Gilles CIEZA**  
Associé, Hewitt Associates
- **Hugues DE LAMBILLY**  
Directeur financier, Sodexo Pass Europe
- **Guy DUFOUR**  
X-PM Transition Partners
- **Gérard EMARD**  
Président, Harmony Baker Tilly

- **Jérôme HERVE**  
Associé, Boston Consulting Group
- **Serge HOVSEPIAN**  
Vice-Président, Lek Consulting
- **Bernard LAURENT-BELLUE**  
Avocat associé, Vivien & Juvigny
- **Olivier LE MAIRE**  
Ernst & Young Corporate Finance
- **Anne LE STANGUENNEC**  
Directeur de l'audit interne, IMS
- **Raymond MARI**  
Consultant
- **Pierre MASSOT**  
Scacchi & Associés
- **Jean-Louis MIGNOT**  
Président, Compagnie des Conseils en Fusions et Acquisitions
- **Jean-Louis MULLENBACH**  
Vice président, Académie
- **Robert PETERSON**  
Directeur associé, E. de Rothschild Corporate Finance
- **Laurent PHILAVONG**  
Transaction Services, Bellot Mullenbach & Associés
- **Pascal PICAVET**  
Vice-Président M&A, Safran
- **Philippe PORTIER**  
Avocat associé, Jeantet
- **Pierre RIVEAU**  
Vice-Président, Cap Gemini Business Process Outsourcing
- **Jacques SAGOT**  
Avocat, Anthémis Avocats Associés
- **Edouard SALUSTRO**  
Président d'Honneur du CSOEC
- **Philippe SOULLIER**  
Dirigeant fondateur, Valtus Transition
- **Philippe TORRE**  
Avocat associé, Reinhart Marville Torre
- **Marc TROUCHAUD**  
Directeur d'investissement, Industries et Finances Partenaires

<b>Préambule</b>	<b>P12</b>
<b>1 – Cartographie des risques</b>	<b>P14</b>
1.1 Faiblesse de la réflexion stratégique préalable	P14
1.2 Manque de ressources et de compétences	P15
1.3 Eloignement des métiers de la cible	P16
1.4 Intensité concurrentielle du processus de vente	P17
1.5 Importance des actifs intangibles	P18
1.6 Incertitudes réglementaires	P19
1.7 Difficultés de l'intégration	P20
1.8 Criticité des familles de risque	P22
<b>2 – Appréciation des risques</b>	<b>P24</b>
2.1 Appréciation du risque intrinsèque à une opération	P24
2.2 Appréciation du risque global pris par l'acquéreur	P25
2.3 Exemples	P26
<b>3 – Bonnes pratiques et recommandations</b>	<b>P30</b>
3.1 Le choix de la croissance externe	P30
3.2 La remise d'une offre préliminaire	P31
3.3 La remise d'une offre ferme	P32
3.4 La signature d'un accord engageant	P34
3.5 La mise en oeuvre du plan d'intégration	P35
<b>Conclusion</b>	<b>P38</b>

La mondialisation de l'économie donne une acuité nouvelle à la problématique des fusions-acquisitions. La croissance externe, très largement mise en œuvre par les grands groupes internationaux depuis les années 1980, était une option parmi d'autres, un choix stratégique entre 2 alternatives : grandir posément en utilisant les leviers de la croissance organique, grandir à coup d'accélérateur par le levier des acquisitions. La globalisation de l'économie transforme petit à petit cette option en nécessité absolue. Le monde en général et les affaires en particulier tournent de plus en plus vite. Il n'est plus possible de se « hâter lentement » si l'on veut préserver ou développer sa position mondiale. Il n'est plus possible de rester sur son pays ou sur sa zone domestique, il faut prendre pied en Amérique et en Asie. Il n'est plus possible de ne pas avancer à la vitesse de ses concurrents, sauf à reculer inexorablement. Les réflexions sur les fusions-acquisitions sont à présent un point de passage obligé de toute stratégie de développement.

Une autre évolution majeure, également liée à la mondialisation, est l'irruption de la problématique des fusions-acquisitions dans les entreprises de taille moyenne qui, jusqu'à présent, n'étaient concernées que de façon anecdotique. L'acquisition n'est plus l'apanage des grands groupes internationaux, dotés de structures centrales spécialisées. Les entreprises de taille moyenne doivent également faire des acquisitions et elles ont évidemment un problème de ressources important à gérer : impossible de se doter d'une structure fusions-acquisitions permanente et de bon niveau, impossible également de ne pas avoir la maîtrise d'un processus qui devient clé pour la réussite du développement.

Dans ce contexte, il est apparu utile et important de poser la problématique des fusions-acquisitions en des termes simples et synthétiques, avec une approche focalisée sur les risques liés aux opérations d'acquisition. Il est en effet assez simple de trouver des ressources externes de très bon niveau pour traiter de façon très professionnelle tous les aspects techniques d'une acquisition. Un entrepreneur, quelle que soit la taille de son activité, pourra s'entourer des compétences nécessaires au moment de lancer une telle opération. Il aura en revanche plus de difficultés à appréhender l'enveloppe globale des risques encourus s'il n'a pas une longue expérience de ce processus. La vocation de ce guide est de donner les

clés de cette appréciation globale du risque, pour que le dirigeant puisse se constituer une référence. Elle lui servira à « prendre du recul » aux moments-clés d'une opération, ceux qui marquent les décisions d'engagement successif vers la conclusion de l'opération.

La démarche proposée par ce guide s'appuie tout d'abord sur une cartographie des risques. Il y en a tellement et ils sont de natures si différentes qu'une liste exhaustive et désordonnée ne servirait qu'à rajouter davantage de confusion. Il nous a paru intéressant de dégager les familles de risque les plus importantes, pour en faire ensuite la base d'une appréciation du risque encouru et, in fine, de la décision de faire ou de ne pas faire.

Les familles de risque identifiées, qui sont détaillées dans le guide, sont les suivantes :

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

Ce simple énoncé montre l'envergure de la problématique posée. Le risque d'une opération de fusions-acquisitions ne peut en aucun cas se résumer, comme on le fait trop souvent, à la survalorisation de la cible. Le propos consistant à dire : « Le prix d'acquisition est modéré, l'opération sera relative, tout va bien. », ou encore « Le prix d'acquisition est trop élevé, il y a risque de destruction de valeur. » est simpliste, réducteur et trompeur. Si un acquéreur paye un prix « modéré » mais échoue dans son intégration, la valeur qu'il aura en face de son prix « modéré » sera nulle et il aura bel et bien détruit de la valeur.

La gageure est donc de trouver des moyens simples d'appréhender un sujet très complexe et, surtout, de faire de cette analyse un véritable outil d'aide à la décision. C'est l'ambition de ce guide qui, au-delà de la cartographie des risques, donne des indications pour une appréciation qualitative de chacun des risques et du risque

global, et propose des bonnes pratiques à mettre en œuvre à chacun des moments-clés d'une opération. Ces moments-clés sont les suivants :

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

Cette liste illustre un aspect très important du processus de fusions-acquisitions : il y a plusieurs étapes dans l'engagement d'un acquéreur, et à chacune de ces étapes la possibilité existe de dire « stop » quand les risques encourus semblent trop importants. Ce qui peut ressembler à un « parcours d'obstacles » est en fait une chance donnée à l'acquéreur de se poser plusieurs fois les bonnes questions : dois-je conclure cette opération ? Ai-je bien compris ce à quoi je m'engage ? Ai-je de bonnes chances de bien intégrer cette activité ? Les acquéreurs qui réussissent sont ceux qui ont bien compris cette logique et qui l'utilisent à leur profit. C'est le premier objectif de ce guide que de présenter et d'illustrer cette démarche gagnante.

Les chemins qui mènent à la réussite en matière d'acquisitions sont semés d'embûches nombreuses et variées. Pour ne pas renoncer à avancer devant pareille adversité, deux attitudes sont possibles : ne pas appréhender le problème dans sa globalité et traiter les pièges un par un au moment où ils se présentent, ou alors anticiper sur les difficultés à venir en commençant par les lister et par les catégoriser. Nous privilégions évidemment la seconde sur la base de l'adage bien connu qui veut qu'un problème bien posé soit en grande partie résolu.

La spécificité d'une opération d'acquisition, et sûrement la raison majeure de sa difficulté, est que sa réussite repose sur le succès conjoint de 3 processus très différents demandant chacun des compétences et des expériences particulières :

- 1 La définition d'une stratégie de développement pertinente dans sa dimension de croissance externe.
- 2 L'exécution d'une transaction complexe faisant intervenir un grand nombre de spécialistes fonctionnels et d'intervenants externes.
- 3 L'assimilation harmonieuse des équipes et des modes de fonctionnement de l'entreprise cible de l'acquisition

Après une étude approfondie de ces 3 processus, de leurs problématiques et de leurs facteurs-clés de succès, il est apparu que l'ensemble des risques liés à une opération d'acquisition pouvaient être regroupés en 7 grandes familles :

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

Les 7 familles de risques sont détaillées ci-après. Pour chacune d'entre elles, nous proposons un inventaire et une caractérisation des risques, qui serviront de base à une appréciation et une mesure

des risques, que nous souhaitons pouvoir être utile à chaque opération envisagée par les utilisateurs du guide. Chaque opération d'acquisition est particulière et chaque famille de risque s'y présentera de façon spécifique. L'intensité globale du risque est évidemment liée à l'importance de chacun des risques mais aussi à leur conjonction. Ici comme ailleurs, la multiplication des risques ponctuels fait augmenter fortement le risque global, et donc la probabilité d'échec.

## 1.1 Faiblesse de la réflexion stratégique préalable

Une opération d'acquisition est un investissement de l'entreprise au même titre que la construction d'une nouvelle unité de production ou le passage à un nouveau système d'information. A ce titre, une acquisition est évidemment une opération de nature stratégique au sens où elle signifie la mise en œuvre de moyens financiers et humains significatifs et où elle est structurante pour le « business model » de l'entreprise (l'offre proposée à ses clients). Cette évidence en appelle une autre : une acquisition doit correspondre à la mise en œuvre d'un plan stratégique défini préalablement au début de l'opération. Cette condition importante du succès d'une opération d'acquisition peut-être décomposée en 3 nécessités :

- 1 La stratégie doit être définie
- 2 La stratégie doit être formalisée
- 3 Le plan stratégique doit être préparé « à froid »

Lorsque cette condition n'est pas remplie, le risque couru est celui de l'improvisation stratégique. Typiquement une cible sera portée à la connaissance d'une entreprise qui cherche encore sa formule stratégique. La cible donnera des idées de stratégie aux dirigeants de l'entreprise. Ils feront l'opération d'acquisition dans la tension et la précipitation qui sont de mise dans ce type de transactions. Ils commenceront alors à poser leur nouvelle stratégie à l'issue de la conclusion de l'opération. L'entreprise et la cible qu'elle aura acquise entreront dans une période d'incertitude à la fois stratégique (« Quel est le cap à suivre ? ») et opérationnelle (« Quelle est l'organisation à mettre en place ? »)

Pour éviter ce travers, nous proposons ci-après quelques points d'attention sous forme de questions à se poser au moment de lancer une opération d'acquisition.

**Point d'attention n°1** : Quel problème stratégique ou opérationnel cherche-t-on à résoudre au moyen de l'acquisition envisagée ?

Une acquisition peut être une réponse adaptée à des problèmes de natures très différentes. Cherche-t-on à combler des faiblesses sur un marché, à acquérir des technologies manquantes, à prendre des ressources-clés à la concurrence, etc ? Il est important de formaliser cette réflexion et d'obtenir l'assentiment des différents décisionnaires de l'entreprise (actionnaires, dirigeants, managers).

**Point d'attention n°2** : Quelles sont les solutions alternatives qui ont été étudiées pour répondre au problème posé ?

Un problème d'entreprise a toujours plusieurs solutions. Si l'acquisition est l'unique option retenue, c'est le signe d'une réflexion préalable insuffisante. Il faut réaliser et formaliser une analyse approfondie des solutions de rechange, et en mesurer aussi objectivement que possible les avantages et les inconvénients. Les aspects financiers de cette réflexion doivent faire l'objet d'une attention toute particulière et reposer sur des hypothèses réalistes.

**Point d'attention n°3** : Quelle connaissance a-t-on du marché de la cible de l'acquisition et de son évolution ?

Il est évidemment impossible de s'en remettre uniquement au vendeur pour des informations pertinentes sur le marché sur lequel s'exerce l'activité de la cible. D'où l'importance du travail de veille préalable aux acquisitions. Quand on ne l'a pas fait avec l'intensité nécessaire, c'est-à-dire dans la plupart des cas, il faut au minimum mesurer l'importance de cette limitation et les risques attachés, notamment au moment de préparer des business plans.

**Point d'attention n°4** : Quelle connaissance a-t-on des concurrents de la cible d'acquisition et des stratégies qu'ils mettent en œuvre ?

La vérification sur ce point est assez facile à faire. Connaît-on les 5 plus grands concurrents de la cible d'acquisition et dispose-t-on d'informations suffisantes pour comprendre leurs forces et leurs faiblesses, et imaginer leurs stratégies ? Faute de renseignements précis sur ce point, il n'est pas exagéré de dire que l'acquisition se fait « à l'aveugle ». Inutile d'expliquer les déconvenues qui peuvent résulter de ce type d'insouciance.

**Point d'attention n°5** : Quel est le plan B qui sera mis en œuvre si l'acquisition ne peut pas être conclue ?

Un processus d'acquisition souffre de nombreux aléas dont ceux liés à la concurrence dans le système des enchères. Par ailleurs, c'est un processus très long qui peut prendre jusqu'à une année complète. Il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier mais construire puis entretenir une solution de remplacement à l'acquisition. Faute d'avoir un plan B, on peut s'acharner sur l'acquisition jusqu'à accepter des conditions déraisonnables pour qu'elle se réalise.

## 1.2 Manque de ressources et de compétences

Le problème des ressources humaines à mettre en œuvre dans une opération d'acquisition ne se résume pas au choix d'un banquier d'affaires et d'un avocat. Les difficultés à surmonter sont d'abord d'ordre interne et de nature managériale. Un projet d'acquisition doit être porté du début à la fin par les dirigeants de l'entreprise, bien sûr, mais aussi par les managers-clés avant de concerner les différents salariés. Cette appropriation est d'autant plus difficile lorsque l'entreprise manque d'expérience en matière d'acquisition. Faute de recul et par crainte de déléguer un sujet trop sensible, les dirigeants seront tentés de piloter eux-mêmes le projet, voire d'en assurer l'exécution dans le détail. Ils s'exposent ainsi à commettre des erreurs dans la transaction et, plus grave encore, à négliger leurs activités récurrentes. Le problème est encore aggravé quand l'opération d'acquisition ne repose pas sur un processus structuré, ce qui est généralement le cas.

Le recours à des moyens et des compétences externes ne résout pas toutes les difficultés et constitue en soi un nouveau facteur de risque. Le conseil externe, même s'il connaît bien l'entreprise qui utilise ses services, ne pourra jamais avoir à lui seul le regard critique du directeur commercial, du directeur financier et du directeur des ressources humaines. Et si l'on multiplie les conseils pour avoir toutes les valences nécessaires, on se retrouve à faire face à un gros problème de coordination. La bonne organisation est donc difficile à calibrer dans la mesure où chaque cas sera particulier. Dans tous les cas, elle reposera sur une analyse rigoureuse et lucide des ressources disponibles et de leurs limites.

Les points d'attention supportant cette analyse sont exposés ci-après.

**Point d'attention n°1** : L'équipe de direction de l'acquéreur a-t-elle réalisé des opérations d'acquisition dans un passé récent ?

La connaissance des fusions-acquisitions est très empirique. L'effet d'expérience y joue un rôle prépondérant. Il n'y a qu'une loi qui veut qu'on soit d'autant plus performant qu'on a beaucoup de transactions « au compteur ». Un dirigeant ou une équipe de direction novices ne pourront pas trouver les bonnes approches ex nihilo. Le piège est ici de considérer le projet d'acquisition comme un grand projet « business » comparable à un grand partenariat R&D ou à un grand contrat commercial.

**Point d'attention n°2** : La gouvernance de l'acquéreur est-elle adaptée au pilotage d'un projet d'acquisition ?

Une opération d'acquisition doit avoir un champion (celui qui se bat sur le terrain pour que l'opération aboutisse), un sponsor (celui qui soutient le projet au sein du comité de direction) et des contre-pouvoirs (les organes indépendants du sponsor qui doivent challenger l'opération). En cas d'absence ou de faiblesse d'une de ces 3 composantes, le système de gouvernance se déséquilibre et le risque d'échec augmente.

**Point d'attention n°3** : L'acquéreur dispose-t-il d'un processus formalisé décrivant les différentes étapes d'une transaction ?

Même si chaque opération d'acquisition est spécifique sur le plan des activités et des personnes concernées, le processus transactionnel est répétitif et repose en grande partie sur des façons de faire partagées par les professionnels. Ne pas s'inscrire dans ce processus, qui est tiré de l'expérience, c'est s'exposer à des oublis et des ratés ainsi qu'à des incompréhensions ou des malentendus avec la partie adverse.

**Point d'attention n°4** : Les ressources internes nécessaires peuvent-elles être mobilisées dans l'organisation de l'acquéreur ?

L'acquéreur doit comprendre très en amont que le projet d'acquisition peut et même doit mobiliser d'importantes ressources internes. Chaque département de l'entreprise est en effet concerné car il devra intégrer la cible dans ses opérations. Si certains d'entre eux sont mobilisés par d'autres projets ou d'autres urgences, l'acquéreur court le risque de sous-estimer l'ampleur de certaines difficultés ou de mal préparer l'intégration.

**Point d'attention n°5** : L'acquéreur dispose-t-il d'un réseau de conseils externes connaissant bien l'entreprise et ses personnes ?

Les conseils en fusions-acquisitions et les avocats sont nombreux et faciles à mobiliser. Les conseils et les avocats efficaces et ayant une connaissance approfondie de l'entreprise sont par définition plus rares. Il est important que l'acquéreur constitue et entretienne ce réseau d'experts. La collaboration interne-externe sera d'autant plus facile à instaurer qu'elle repose sur un partage préalable des valeurs et des déterminants stratégiques de l'acquéreur.

### 1.3 Eloignement des métiers de la cible

On distingue habituellement deux types d'acquisitions : celles qui renforcent le métier établi de l'acquéreur et celles qui permettent à un acquéreur de développer son activité dans de nouveaux domaines, c'est-à-dire de se diversifier. La recherche de diversification répond

elle-même à plusieurs logiques. Elle peut être un moyen de donner un nouveau potentiel de développement à une entreprise qui serait arrivée au maximum de ses possibilités sur son métier historique (notamment du fait des règles concurrentielles). Elle peut aussi correspondre à un besoin de répartition des risques ou à un moyen de se prémunir contre les effets de cycle. Dans tous les cas, la diversification est génératrice de risques particuliers, qu'elle se fasse par investissements dans le cadre d'une croissance organique ou par acquisitions. Il est en effet évident qu'une entreprise aura d'autant plus de mal à juger les enjeux positifs et négatifs d'une activité qu'elle a peu d'expérience de son management.

Si on caractérise la notion de « métier » par une certaine offre répondant à une certaine demande dans un certain contexte (géographique, culturel, réglementaire, etc...), on comprend que la diversification peut elle-même prendre plusieurs formes. L'acquéreur peut s'intéresser à une activité proposant la même offre dans un autre contexte, ou une activité proposant une offre différente de la sienne à ses propres clients, ou alors à une activité ayant un métier radicalement différent, à savoir une offre différente pour des clients et dans un contexte différents. Le risque lié à l'acquisition ira crescendo si le nombre de facteurs de diversification augmente.

**Point d'attention n°1** : L'acquéreur a-t-il suffisamment étudié la cible pour bien comprendre l'étendue de la diversification ?

Une erreur habituelle consiste par exemple à considérer que le fait d'exercer le même métier dans une autre zone géographique ne constitue pas une vraie diversification. Cette croyance peut être erronée dans certains cas particuliers, notamment quand les contraintes réglementaires propres à un pays donné changent les facteurs-clés de succès. Plus on s'éloigne de son pays d'origine, plus il faut se poser la question de la distance par rapport au métier de la cible.

**Point d'attention n°2** : L'acquéreur a-t-il analysé et compris les problèmes liés à l'éloignement du métier de la cible ?

Acter le fait qu'une acquisition envisagée constitue une diversification est une première étape nécessaire mais le simple constat ne résout

pas le problème. Il faut lister, analyser et si possible quantifier les difficultés liées à cette diversification dans la phase de transaction puis, et surtout, dans la phase d'intégration de la cible. Une mauvaise appréciation de ces difficultés pourrait conduire à une survalorisation de la cible.

**Point d'attention n°3** : 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 ?

L'intensité de l'intégration de la cible détermine l'importance des synergies (réductions des coûts, développement des ventes). Il ne faut pas traiter cette problématique indépendamment de celle de la diversification. Plus le métier de la cible sera différent, plus on aura intérêt à veiller au bon équilibre entre absorption et préservation de l'autonomie et ceci fonction par fonction, site par site. Il faut une cohérence globale entre l'éloignement des métiers, l'approche de l'intégration et la valorisation des synergies.

## 1.4 Intensité concurrentielle du processus de vente

Une opération d'acquisition est, certes, un acte stratégique majeur et une opération transformante pour l'acquéreur comme pour la cible mais elle s'inscrit également dans la logique habituelle d'une vente. Il appartient au vendeur et à ses équipes de mettre en œuvre des processus et des moyens de nature à maximiser le prix de vente. Il revient à l'acheteur de savoir jusqu'où ne pas aller trop loin. On peut comparer cette vente aux tractations habituelles qui entourent l'échange d'un bien immobilier entre des particuliers. Le vendeur aura d'autant plus de chances de réaliser une opération lucrative qu'il se présentera sur le marché en haut de cycle, à un moment où la demande est forte et l'offre est rare. L'acheteur aura par définition la problématique inverse. Ce raisonnement fort habituel dans les transactions immobilières est parfois ignoré ou alors négligé dans les opérations de fusions-acquisitions où l'on tend à se concentrer sur les logiques « business » (et en particulier sur les synergies dégagées par l'opération).

Concernant l'incidence des cycles macro-économiques sur la

valorisation des transactions de fusions-acquisitions et sur leur création de valeur, des études poussées réalisées par des consultants comme le BCG ont mis en évidence une corrélation claire. Plus la croissance est forte et plus l'on imagine que cette croissance va durer, plus le marché du M&A se développe et plus l'on voit les valorisations des cibles augmenter, entraînant le risque de perdre de la valeur sur une opération d'acquisition. L'effet est d'autant plus brutal que l'acquisition se fait à la fin du cycle de croissance. Dans l'exemple d'une OPA, si l'acheteur offre un « premium » de 30% sur la dernière cotation et si peu après la conclusion de l'opération les marchés boursiers perdent en moyenne 20%, l'acheteur en question peut être amené à enregistrer une perte de valeur de 50% en quelques mois. Qu'il faille éviter d'acheter en haut de cycle semble une évidence absolue. Pourtant nombre de sociétés succombent aux sirènes des marchés ou des banquiers d'affaires. Quand tous les concurrents sont en train de faire des emplettes, il devient difficile voire impossible de ne pas en faire autant.

Les points d'attention à bien avoir en tête dans ce domaine sont précisés ci-après.

**Point d'attention n°1** : A quel moment d'un cycle macro-économique intervient l'opération d'acquisition envisagée ?

Il est évidemment facile de réécrire l'histoire. Il est moins aisé d'avoir la clairvoyance suffisante pour comprendre si le cycle de croissance en cours en a encore pour un an ou deux. Pour ne pas « perdre le Nord », il faut essayer de s'accrocher à un repère absolu, comme par exemple des multiples moyens sur une longue période plutôt que sur l'année écoulée. Si on s'écarte trop des moyennes historiques, on doit craindre la survalorisation.

**Point d'attention n°2** : N'y a-t-il pas un cycle « micro-économique » qui peut affecter l'appréciation de la valorisation ?

L'indicateur de croissance nationale ou mondiale peut être trompeur. Dans une industrie donnée, une surchauffe peut se mettre en place alors même que la macroéconomie est encore tiède. Certains engouements sectoriels sont aussi des facteurs de survalorisation. L'exemple emblématique est de celui de la bulle Internet du début

des années 2000. Plus actuels sont les engouements pour les secteurs des énergies renouvelables, des biotechnologies, ou certains secteurs pharmaceutiques. Il faut donc aussi positionner l'opération dans le contexte de l'industrie concernée.

**Point d'attention n°3** : Le processus de vente est-il intermédié et s'inscrit-il dans une logique de maximisation de la valorisation au détriment des autres paramètres ?

Dans le contexte des OPA très concurrentielles ou des enchères très structurées, une organisation et des moyens sont mis en place dans le but de maximiser un facteur unique qui est le prix d'acquisition. Une opération de gré à gré entre industriels, éventuellement sans intermédiaire, aura d'autres objectifs comme par exemple le développement de synergies technologiques. L'acheteur devra être très attentif à la nature du processus de vente.

**Point d'attention n°4** : A-t-on mis en place des processus et des moyens permettant une appréciation objective du prix d'acquisition ?

Dans le feu de l'action, et notamment dans le jeu des enchères, on peut se laisser entraîner à aller au-delà d'un prix « raisonnable » pour conclure une acquisition. Pour éviter cet écueil, il faut un challenge interne ou externe le plus froid possible des conditions négociées avec le vendeur. Cette appréciation doit comprendre l'ensemble des paramètres de la transaction, prix d'acquisition mais aussi garanties obtenues du vendeur.

## 1.5 Importance des actifs intangibles

Les actifs repris lors d'une opération d'acquisition sont toujours constitués d'un mélange d'actifs tangibles (terrains, bâtiments, matériels) et d'actifs intangibles (marques, brevets, portefeuille de clients, etc...) Les premiers sont concrets et assez facilement valorisables. Les seconds sont par essence plus évanescents. L'évolution technologique dans tous les métiers fait que cette part d'intangibles a tendance à augmenter. L'économie de la connaissance est en marche et elle se traduit par de nouveaux risques pour les opérations d'acquisition. Au-delà des actifs intangibles inscrits au

bilan comptable de la cible, une grande partie de la valeur d'une cible peut résider dans son « capital humain ». C'est à l'évidence le cas des chercheurs, c'est aussi celui des commerciaux, des dirigeants ou de certains groupes de salariés. Rien n'empêche en effet ces différentes personnes de quitter l'entreprise à l'issue de l'opération. C'est un risque considérable qui a conduit à de nombreux « sinistres » dans les opérations d'acquisition.

Dans ce domaine comme dans beaucoup d'autres, le risque réside principalement dans le fait de minimiser le problème ou de ne pas vouloir en débattre avec le vendeur. Le syndrome « on trouvera toujours une solution » fait ici des ravages.

Les points d'attention à surveiller sont listés ci-dessous.

**Point d'attention n°1** : A-t-on bien compris quelles étaient les personnes-clés de la cible et a-t-on pris la peine de les rencontrer avant la conclusion de l'opération ?

Il n'est pas toujours aisé d'identifier les personnes-clés. Un comptable, un obscur laborantin ou un contremaître d'une petite usine peuvent être détenteurs d'une valeur considérable. Il appartient à l'acheteur de rechercher ces personnes dans la phase de due diligence. Il doit ensuite faire en sorte de pouvoir les rencontrer soit avant la signature d'un engagement définitif, soit avant la conclusion de l'opération.

**Point d'attention n°2** : Quelle valeur accorder aux marques et aux brevets détenus par la cible de l'acquisition ?

C'est sûrement dans cette appréciation que réside le risque principal de survalorisation d'une cible. Un brevet d'une technologie prometteuse mal mis en œuvre industriellement et commercialement peut perdre toute sa valeur. Les consommateurs sont changeants et très sollicités par des offres nouvelles. Toute marque peut passer par un trou d'air. Une évaluation indépendante aidera l'acheteur mais elle ne l'empêchera pas d'user de bon sens.

**Point d'attention n°3** : Le savoir-faire repose-t-il sur des personnes, leur expérience et leur mémoire, ou sur des processus formalisés ?

Le savoir-faire est un autre aspect de la problématique du « capital humain ». Même si on a traité correctement le sujet des personnes-clés, encore faut-il s'assurer que les « secrets de fabrication » sont bien formalisés, ou qu'ils ne sont pas de nature artisanale voire « artistique ». On veillera également à ce que ce savoir-faire ne soit pas la victime collatérale d'une intégration trop rapide de la cible dans les processus de l'acquéreur.

**Point d'attention n°4** : En quoi l'opération d'acquisition peut-elle impacter la relation historique entre la cible et ses clients ?

C'est un grand classique en fusions-acquisitions que de voir de grands raisonnements sur les synergies commerciales battus en brèche dès après la conclusion de l'opération. Les clients réagissent toujours quand ils voient un fournisseur s'installer en situation favorable. Par ailleurs et plus simplement, il faut s'assurer au moment de la due diligence que les clients sous contrats ne bénéficient pas de clause de sortie en cas de changement de contrôle.

**Point d'attention n°5** : Y a-t-il des éléments dits « hors bilan » qui peuvent avoir un effet significatif sur la valeur de la cible ?

Dans une transaction de fusions-acquisitions, les discussions autour de la valeur ont une tendance naturelle à reposer sur les chiffres comptables, bilans ou comptes de résultats. Les éléments autres, ceux qui n'ont pas de mesure comptable normée, occasionnent un débat plus difficile et sont parfois traités avec légèreté. On sera bien avisé d'en dresser une liste exhaustive et d'en examiner attentivement les impacts potentiels sur la valeur.

## 1.6 Incertitudes réglementaires

L'opération d'acquisition impacte tous les aspects de la vie de l'entreprise aussi bien chez l'acquéreur que chez la cible. A ce titre elle s'inscrit dans le cadre législatif et réglementaire habituel de l'activité des entreprises (droit des sociétés, droit commercial, droit social, etc...). Par ailleurs le processus d'acquisition a ses contraintes spécifiques, concernant notamment les effets de concentration

(législation anti-trust). Il est ainsi très important pour la réussite d'une acquisition de pouvoir anticiper sur ces incertitudes réglementaires dont certaines peuvent s'avérer réhabilitaires. A quoi bon en effet aller au bout du processus de due diligence et de négociation pour se rendre compte au moment de signer la transaction que l'accord des autorités de la concurrence ne pourra être obtenu (ou signifiera la cession d'une partie significative de l'activité de la cible) ?

La difficulté de l'exercice réside ici dans l'obtention de l'information nécessaire pour comprendre les impacts de l'opération en matière réglementaire. Dans les premières étapes de la discussion entre un acquéreur et une cible, les informations disponibles sont très succinctes et ne permettent pas toujours aux avocats et aux experts de formuler un jugement définitif sur la faisabilité de l'opération. Par ailleurs, certaines informations très sensibles, relevant notamment de grands contrats ou des relations avec les administrations, ne sont dévoilées par les vendeurs qu'à la toute fin du processus. Dans d'autres cas, la conclusion de l'opération est elle-même suspendue à l'obtention des autorisations administratives, ouvrant ainsi une période d'incertitude préjudiciable pour les clients et les salariés de la cible.

Sur ces aspects réglementaires, on suivra tout particulièrement les points d'attention suivants.

**Point d'attention n°1** : A-t-on une bonne compréhension des positions concurrentielles et de la façon dont elles vont être appréciées par les autorités de la concurrence ?

Il est difficile voire impossible de demander un avis « consultatif » à une autorité de la concurrence avant la conclusion d'une opération. Pour se prémunir contre les mauvaises surprises, il faut donc étudier la situation concurrentielle avec des experts. Le premier point à préciser vis-à-vis des autorités est ainsi le « marché pertinent » sur la base duquel l'analyse de la situation concurrentielle pré et post-transaction se fera.

**Point d'attention n°2** : La cible est-elle en conformité parfaite avec toutes les réglementations ou y a-t-il des manquements significatifs ?

Rares sont les entreprises qui sont à tout moment en conformité parfaite avec toutes les réglementations existantes. Il y a toujours un débat sur des non-conformités dans un processus d'acquisition. Si les manquements sont bénins, le risque pris est limité. S'il y a de réelles difficultés dans ce domaine, elles peuvent avoir des conséquences graves comme la cessation d'activité. Ces points doivent être étudiés très sérieusement par les acheteurs.

**Point d'attention n°3** : L'impact de l'opération sur les autorisations administratives nécessaires à la poursuite de l'activité a-t-il été étudié ?

On sépare habituellement les opérations de fusions-acquisitions en « share deal » (ventes des actions d'une société) et « asset deal » (ventes d'actifs). Dans le premier cas de figure, les autorisations et enregistrements administratifs nécessaires à l'activité sont en général maintenus. Dans le second cas, un processus d'agrément, parfois long, doit être mis en œuvre. Il faut s'assurer qu'il n'y ait aucune rupture d'activité de ce fait.

## 1.7 Difficultés de l'intégration

L'intégration par un acquéreur d'une cible est une opération complexe, peut-être plus encore que la transaction de fusions-acquisitions elle-même (due diligence et négociation). Une grande partie du risque de l'intégration est liée à la sous-estimation de cette complexité. Le nombre de fonctions engagées et de problèmes techniques à résoudre en parallèle est très important. Une entreprise n'est pas une collection d'activités ou de fonctions indépendantes et il faut donc tenir compte des interdépendances dans l'organisation de l'intégration. Pour la plupart des personnes, l'effort d'intégration s'ajoute à l'activité normale, aussi bien pour l'acquéreur que pour la cible, ce qui pose la difficulté de l'allocation des ressources humaines pendant cette période très particulière. Le temps imparti à l'intégration est également limité. De nombreuses études montrent en effet que la réalisation des synergies est d'autant plus faible que

le délai d'intégration est long. Enfin et surtout, l'intégration d'une cible n'est généralement pas une opération récurrente pour un acquéreur. Les ressources disponibles n'ont pas l'habitude de travailler ensemble, les processus sont construits de manière ad-hoc et les personnes mobilisées repartent souvent dans leurs activités premières sans qu'il y ait eu un véritable effort de capitalisation des expériences.

L'intégration d'une cible est un projet complexe et risqué qui, faute d'être considéré comme tel dans la plupart des cas, n'est doté que de peu de ressources dédiées et expérimentées et connaît de ce fait des difficultés innombrables. S'il semble évident pour beaucoup d'entreprises que la transaction elle-même doivent s'entourer d'expertises variées, banquiers d'affaires, avocats ou encore auditeurs, rares sont celles qui comprennent qu'un niveau d'expertise équivalent est utile voire nécessaire à une opération d'intégration. Ce besoin est d'autant plus important qu'outre les difficultés techniques propres à tout rapprochement d'activités (concernant notamment les systèmes d'information), peuvent se présenter des difficultés d'ordre culturel moins facilement appréhendables.

La multiplicité des sujets ne doit pas faire oublier l'essentiel : toute acquisition vise la réussite d'une stratégie, c'est au regard de cette stratégie que peut s'analyser la réussite ou l'échec d'une intégration. Il faut donc éviter la noyade et rester focalisé sur les objectifs stratégiques qui présidaient à la décision d'acquisition. Par exemple, on évitera de perdre de vue les clients au moment même où les changements d'organisation internes prennent tout le temps de la force commerciale, en particulier quand l'acquisition vise à améliorer l'offre et la position commerciale de l'entreprise. De même, l'on n'oubliera pas les personnes-clés de la cible, qui doivent être choyées voire dorlotées, parce que l'intégration informatique s'annonce plus difficile que prévu, etc.

Les points d'attention de l'intégration sont donc nombreux et variés. On trouvera les principaux ci-après.

**Point d'attention n°1** : Le projet d'intégration est-il structuré sur la base d'une gouvernance formalisée et d'un suivi des objectifs ?

L'objectif n'est pas d'empiler à l'envi des groupes de travail, des comités de pilotage et des directions de projet. La gouvernance doit être adaptée à la taille et à la complexité de la cible mais dans tous les cas de figure elle doit être formalisée. Par ailleurs, une définition et un suivi des objectifs par fonction doivent être mis en place. On ne laissera jamais les opérationnels régler leurs problèmes en ordre dispersé, sauf à aller à la catastrophe.

**Point d'attention n°2** : A-t-on compris et mesuré les différences d'ordre culturel ou géographique entre l'acquéreur et la cible ?

Point n'est besoin d'une grande distance géographique pour faire face à des problèmes culturels. Une entreprise grande ou moyenne faisant l'acquisition d'une petite structure a un problème culturel même si l'opération n'est pas transfrontalière. Il faut ici s'assurer que le problème a fait l'objet d'un minimum d'analyse et que des mesures précises ont été décidées. Le risque majeur, ici comme sur bien d'autres points, est d'avoir à jouer les pompiers dans l'urgence.

**Point d'attention n°3** : L'organisation de l'acquéreur a-t-elle été repensée pour tenir compte de l'intégration de la cible ?

Une opération d'acquisition n'est pas seulement transformante pour la cible qui change de propriétaire. Elle peut aussi bouleverser l'acquéreur lui-même ou, par non prise en compte des modifications à apporter aux organisations, conduire à des situations de tension ou de dysfonctionnement. L'acquéreur doit utiliser l'acquisition comme une opportunité pour vérifier la pertinence de ses grands processus fonctionnels et opérationnels et en accélérer les transformations nécessaires.

**Point d'attention n°4** : L'intégration des systèmes d'information a-t-elle fait l'objet d'une étude et d'un chiffrage détaillés ?

Qu'on le veuille ou non, l'informatique est toujours un lieu de crispation maximale au moment d'une intégration. Tous les processus de l'entreprise sont dorénavant dépendants de l'outil

informatique et toute perturbation de cet outil conduit à des défaillances opérationnelles. Les coûts directs et indirects des intégrations informatiques sont toujours sous-estimés et, de ce fait, doivent faire l'objet d'une attention extrême et ceci dès la phase de due diligence.

**Point d'attention n°5** : Les aspects de ressources humaines et de communication ont-ils été suffisamment préparés avant l'intégration ?

L'intégration d'une cible d'acquisition est avant tout l'intégration des managers et des personnels de la cible dans l'organisation de l'acquéreur. Elle se fait nécessairement dans un climat d'incertitude qu'il appartient de réduire autant que faire se peut par le levier de la communication (écrite ou orale, par des réunions, par un site Intranet, etc...) Le risque d'en faire trop est quasiment nul. Alors communiquons, communiquons, communiquons...

## 1.8 Criticité des familles de risques

Les 7 familles de risques présentées ci-dessus sont toutes importantes à prendre en compte dans la mesure où chacune d'entre elles peut conduire à l'échec d'une acquisition, c'est-à-dire à une destruction de valeur pour l'acquéreur. En revanche, elles n'ont pas toutes le même degré de criticité. Les aspects réglementaires peuvent ainsi conduire à une impossibilité totale de conclure une opération. Le manque de ressources et de compétences M&A peut n'avoir pour seules conséquences que des imprécisions et des retards dans l'exécution d'une acquisition.

L'ordre retenu pour la présentation des familles de risque s'appuie sur la chronologie habituelle d'une opération. On commence par des questions de nature stratégique et on finit par des problèmes de nature très opérationnelle liés à l'intégration de la cible de l'acquisition. On peut aussi ordonner les familles de risque par niveau de criticité décroissant et par capacité de contrôle du risque croissante. Cet ordre pourrait être celui exposé ci-après.

### 1) Incertitudes réglementaires

Un problème réglementaire grave, dans le domaine du droit des concentrations par exemple, peut être rédhibitoire. Identifié trop tard dans le processus d'acquisition, il peut conduire à une perte très importante de temps, de ressources et d'image pour l'acquéreur qui s'y trouve confronté. Ce sont donc des problèmes qu'il faut identifier et mesurer le plus en amont possible. Les remèdes sont en effet soit inexistantes soit très lourds à mettre en œuvre (par exemple, la cession d'une partie des activités reprises).

### 2) Faiblesse de la réflexion stratégique

Dans le domaine des fusions-acquisitions comme dans beaucoup d'autres, le succès repose sur la qualité de la vision stratégique. Si l'acquisition s'inscrit dans un axe long terme non pertinent, il sera difficile voire impossible pour l'acquéreur d'en dégager de la valeur. Il risque plus sûrement d'être confronté à l'échec quelques années après l'opération et de devoir envisager des mesures drastiques d'arrêt d'activité ou de cession. Dans l'un ou l'autre cas, il constatera à coup sûr une destruction de valeur importante

### 3) Difficultés de l'intégration

On ne dira jamais assez que la réussite d'une acquisition repose sur la qualité de l'intégration. Une stratégie clairvoyante, une cible d'acquisition pertinente sont des conditions nécessaires mais non suffisantes. Tout peut être remis en question par une intégration bâclée et approximative, par une prise en compte insuffisante des enjeux culturels et humains. Il est donc essentiel que ce facteur de risque soit considéré dès le début de l'opération, au moment où il est encore possible de ne pas aller au bout.

### 4) Eloignement des métiers de la cible

Une mauvaise appréciation des différences de « business model » entre l'acquéreur et la cible peut conduire à des erreurs en terme de valorisation et à des difficultés au moment de l'intégration. Il est en revanche assez simple de contrôler ce risque à compter du moment où il a été identifié. On intégrera les différences de modèle dans les

calculs de valorisation. On se gardera également de plaquer brutalement le modèle de l'acquéreur sur sa cible au moment de l'intégration. Le risque est grand mais le remède est accessible.

### 5) Importance des actifs intangibles

Pour cette famille de risques comme pour la précédente, les solutions découlent assez facilement de la prise de conscience. On évitera ainsi de surévaluer des marques ou des brevets. On prendra infiniment de soins dans le management des personnes-clés de la cible, de la communication initiale jusqu'à l'intégration dans les organigrammes de l'acquéreur.

### 6) Intensité concurrentielle du processus de vente

Le risque de survalorisation est important en période de croissance mondiale forte et dans un processus d'enchères très compétitif, mais des références « absolues » existent sous la forme de multiple par exemple. Les moyens existent donc de ne pas perdre le Nord. Encore faut-il évidemment avoir le recul suffisant pour les mettre en œuvre.

### 7) Manque de ressources et de compétences

En première approche, on serait tenté de dire que ce risque ne devrait même pas exister tant les ressources et les compétences M&A sont disponibles chez les conseils. Il reste pourtant des efforts à faire pour convaincre tous les managers que le processus M&A a de vraies spécificités, qu'il n'est pas une discussion « business » comme une autre.

## 2 - Appréciation des risques

### 2.1 Appréciation du risque intrinsèque à une opération

La cartographie présentée est une grille de lecture qui doit servir à apprécier les risques encourus dans une opération d'acquisition. Cette appréciation doit être le support d'un choix toujours difficile à faire entre 2 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

On trouvera ci-après quelques éléments d'appréciation pour chaque famille de risques.

#### 1) Faiblesse de la réflexion stratégique

- Vert : une analyse stratégique récente ou remise à jour à l'occasion de la transaction justifie pleinement l'acquisition envisagée. Cette analyse est formalisée et partagée par l'équipe dirigeante.
- Orange : des orientations stratégiques supportant l'opération existent mais elles datent et n'ont pas été réactualisées. Le consensus de l'équipe dirigeante est fragile.
- Rouge : il n'y a aucun support stratégique à l'opération ou il y a un désaccord parmi les dirigeants de l'entreprise.

#### 2) Manque de ressources et de compétences

- Vert : l'acquéreur a conduit de nombreuses opérations d'acquisition dans la période récente et dispose de ressources internes expérimentées.
- Orange : l'acquéreur découvre le processus d'acquisition mais s'est doté d'un minimum de ressources externes.
- Rouge : l'acquéreur est un novice et ne veut compter que sur ses ressources internes, ou alors il a une certaine expérience mais ses ressources internes ne sont pas disponibles.

#### 3) Eloignement des métiers de la cible

- Vert : l'acquisition porte sur le développement du métier historique de l'acquéreur dans une zone géographique proche de ses bases.
- Orange : l'acquisition concerne le métier historique sur une zone lointaine ou sur de nombreux sites fragmentés, ou un métier périphérique au cœur de son activité.
- Rouge : l'acquéreur envisage une diversification radicale ou une acquisition dans son cœur de métier mais dans un ou plusieurs pays culturellement très éloignés du sien.

#### 4) Intensité concurrentielle du processus de vente

- Vert : le contexte économique global est stable et l'acquisition se fait dans le cadre d'une discussion de gré à gré.
- Orange : le contexte économique est en croissance soutenue et le vendeur a mis en place un processus d'enchères.
- Rouge : la croissance économique est très élevée et le processus d'enchères est très compétitif.

#### 5) Importance des actifs intangibles

- Vert : l'essentiel des actifs repris est constitué d'immobilier et d'équipement, il y a peu d'actifs intangibles, notamment de personnes vraiment clés dans la cible de l'acquisition.
- Orange : une partie significative de la valeur repose sur des personnes-clés, des marques ou des brevets.
- Rouge : l'essentiel de la valeur concerne des actifs intangibles ou la perspective de synergies, notamment des synergies de revenus.

## 6) Incertitudes réglementaires

- Vert : aucun risque réglementaire significatif n'a été identifié, l'acquisition n'aura aucun effet de concentration majeur dans aucun pays.
- Orange : un ou plusieurs risques réglementaires ont été identifiés, un ou plusieurs pays vont poser des problèmes de concentration.
- Rouge : il y a un risque réglementaire majeur, de nature à interdire l'opération

## 7) Difficultés de l'intégration de la cible

- Vert : les « business model » et les cultures d'entreprise sont proches, l'opération se passe à l'intérieur d'un pays ou d'une zone. L'intégration opérationnelle est bien planifiée et les priorités partagées par les équipes dirigeantes. Des ressources suffisantes sont dégagées autour d'un dispositif projet clairement communiqué.
- Orange : des différences culturelles et opérationnelles ont été identifiées, l'opération concerne des zones ou des pays très différents. La stratégie d'intégration n'est pas totalement partagée, des ressources peuvent manquer. Le pilotage projet ne couvre pas tous les enjeux d'intégration.
- Rouge : les différences culturelles ou opérationnelles sont majeures. Les équipes ne sont pas du tout alignées sur une stratégie d'intégration. Il n'y a pas de dispositif de pilotage de l'intégration, ni de suivi spécifique.

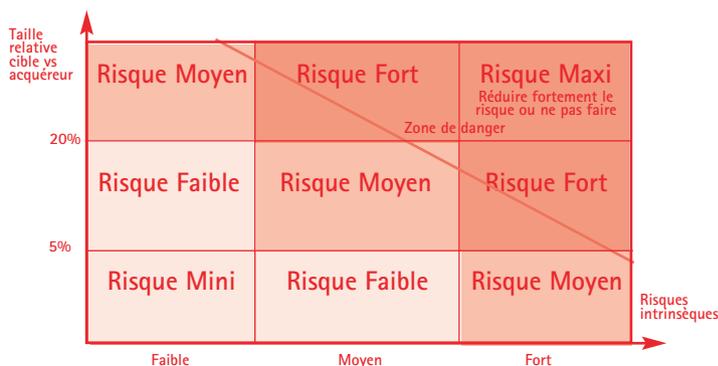
## 2.2 Appréciation du risque global pris par l'acquéreur

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 pour l'acquisition. 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 et voir ainsi écornée la valeur de son activité récurrente.

Dans tous les cas, la destruction de valeur est le plus souvent proportionnelle à la taille de l'acquisition mesurée par le prix d'achat

ou par le chiffre d'affaires de l'activité reprise. Dans le cas où la taille de l'acquisition est, en proportion, significative par rapport à la taille de l'acquéreur, l'opération d'acquisition engendre un risque d'une autre nature que la simple perte de valeur sur l'activité reprise. Elle peut en effet conduire à de graves difficultés pour l'acquéreur, voire à une faillite, si l'opération tourne mal.

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 pris sur une opération d'acquisition. Ce facteur est indépendant de l'analyse des 7 familles de risque présentée plus haut. En combinant ces 2 éléments, on peut ainsi définir une matrice du risque global pris par un acquéreur.



Le risque pris par une entreprise dans une opération d'acquisition, qui n'est jamais qu'une autre forme du risque entrepreneurial (investir immédiatement en espérant un retour futur), peut ainsi être pris en toute connaissance de cause sur la base de cette analyse. Plus la taille relative de l'acquisition est faible et plus on peut, et on doit sûrement, se permettre de prendre ce risque, comme on le fait pour le lancement d'un nouveau produit par exemple. Plus la taille relative de l'acquisition est importante et plus on doit se poser la question de la nécessité de faire car la sanction de l'échec peut être une mise en difficultés graves de l'entreprise, voire une disparition totale dans le cadre d'une faillite.

## 2.3 Exemples

### EXEMPLE N°1

Un grand groupe européen de la chimie acquiert une start-up américaine.

#### CONTEXTE

Les grands groupes internationaux de la chimie de spécialités ont le sentiment qu'un marché important s'ouvre pour eux dans la production de molécules à façon pour les entreprises pharmaceutiques. Il s'agit d'un métier nouveau pour eux qui demande notamment l'accès à de nouvelles technologies. 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. La question se pose dès la conclusion de la transaction de la façon d'intégrer la petite équipe d'une start-up dans un grand groupe européen.

#### APPRECIATION DU RISQUE

##### 1 – Réflexion stratégique : VERT

Une étude stratégique détaillée a été réalisée avec le concours d'un consultant de renom

##### 2 – Ressources et expérience M&A : ORANGE

L'entreprise a des ressources M&A mais peu d'expérience récente d'acquisitions

##### 3 – Eloignement des métiers : ROUGE

Le métier de la molécule à façon est très différent du métier historique

##### 4 – Intensité concurrentielle : ROUGE

Le secteur d'activité de la cible est en surchauffe, le processus de vente est très concurrentiel, le prix final est très élevé.

##### 5 – Actifs intangibles : ROUGE

La valeur de la société est pour l'essentiel dans le savoir faire des dirigeants

##### 6 – Environnement réglementaire : VERT

Il n'y a pas de problèmes réglementaires, ni d'anti-trust ni d'autres natures

##### 7 – Difficultés d'intégration : ROUGE

L'intégration d'une petite équipe américaine dans un grand groupe français est un problème.

#### 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. Dans un tel contexte, la recommandation doit être de ne pas faire, d'autant plus que la taille relative de la transaction par rapport à la taille de l'acquéreur est important (eu égard au prix d'acquisition et non au chiffre d'affaires de la cible).

### EXEMPLE N°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 leur permettant d'améliorer leurs marges et de pérenniser leur développement. 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

niches. Le reporting financier est sommaire et devra être amélioré. 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.

### **APPRECIATION DU RISQUE**

#### **1 – Réflexion stratégique : VERT**

La PME répond aux critères stratégiques du groupe français et a été identifiée longtemps avant le début de la transaction

#### **2 – Ressources et expérience M&A : VERT**

Le groupe français dispose d'une direction M&A étoffée et a une grande expérience des acquisitions.

#### **3 – Eloignement des métiers : VERT**

La clientèle de la PME est similaire, les processus industriels le sont également.

#### **4 – Intensité concurrentielle : VERT**

La PME a mandaté une banque d'affaires mais la transaction se fait de gré à gré.

#### **5 – Actifs intangibles : ORANGE**

Les fondateurs ont préparé leur succession même s'ils détiennent encore une partie du savoir-faire et des contacts

#### **6 – Environnement réglementaire : ORANGE**

Un risque lié à la pollution des eaux souterraines par un site industriel voisin a été identifié, si bien qu'un audit complémentaire devra être réalisé.

#### **7 – Difficultés d'intégration : ORANGE**

Le risque est celui de l'intégration d'une petite structure dans un grand groupe, les différences culturelles locales sont faibles, le groupe étant déjà implanté en Italie.

### **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. Par ailleurs, l'intérêt stratégique et l'intégration des personnes-clés ont été mûrement réfléchis. Le groupe français bénéficie par ailleurs de l'infrastructure nécessaire pour mener à bien l'opération (équipes de négociation, auditeurs industriels, juristes, etc...) La recommandation est ici de faire en prenant garde néanmoins de ne pas sous-estimer le problème de l'intégration.

### **EXEMPLE N°3**

Un groupe européen du secteur nucléaire acquiert un de ses fournisseurs

### **CONTEXTE**

Les prévisions de croissance à l'échelle mondiale dans le domaine du nucléaire sont très fortes. De façon naturelle, il s'exerce donc une pression importante pour organiser le développement rapide des compétences et des capacités de production dans le secteur. Ceci est d'autant plus vrai qu'il s'agit d'un secteur dont les contraintes de production sont très élevées. Pour faciliter la croissance, les groupes peuvent être amenés à faire de l'intégration verticale de fournisseurs de pièces clés. 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 (pièces de grande taille pour le nucléaire, pièces moins complexes pour de nombreux autres secteurs), dont certaines doivent progresser rapidement par des investissements de capacité, dont d'autres ne sont pas critiques du point de vue stratégique. 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 qu'il faut préserver.

## APPRECIATION DU RISQUE

### 1 – Réflexion stratégique : VERT

La logique stratégique est clairement établie, elle a été corroborée par une due diligence industrielle, juridique, financière détaillée.

### 2 – Ressources et expérience M&A : VERT

Le groupe européen dispose de fortes compétences en M&A.

### 3 – Eloignement des métiers : ORANGE

Le mouvement envisagé est une intégration verticale dans un métier proche historiquement, mais qui ne fait plus partie du cœur des compétences depuis quelques années.

### 4 – Intensité concurrentielle : VERT

La négociation est longue mais se fait dans un contexte de quasi-exclusivité

### 5 – Actifs intangibles : VERT

Le savoir-faire est historique et partagé par les équipes, le dirigeant est un manager et non un technicien. Les risques commerciaux sont limités et la croissance anticipée est forte

### 6 – Environnement réglementaire : ORANGE

Aucun risque significatif n'a été identifié. Mais l'appartenance à un grand groupe modifie les exigences en matière de qualité, hygiène, sécurité et environnement.

### 7 – Difficultés d'intégration : ROUGE

L'intégration trop brutale de la PME peut créer des frictions et des démotivations, le coût des frais généraux peut augmenter de façon importante.

## 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. La mise en place d'une augmentation des capacités est un élément positif.

## EXEMPLE N°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 par l'Inde. Un mouvement de consolidation s'amorce dans le secteur, facilité par la large disponibilité des ressources financières. 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, même si elle présente l'inconvénient de poser des problèmes de concentration excessive sur certaines activités. La résistance de la cible est acharnée. La valeur proposée par l'acquéreur est jugée insuffisante. L'opération est mise à mal par l'intensification de la crise financière qui réduit l'accès aux liquidités.

## APPRECIATION DU RISQUE

### 1 – Réflexion stratégique : VERT

La réflexion stratégique est basique (consolidation sectorielle) mais elle est claire.

### 2 – Ressources et expérience M&A : VERT

Le groupe acquéreur dispose de ressources internes et d'un accès presque illimité à des ressources externes de tout premier plan.

### 3 – Eloignement des métiers : VERT

L'acquéreur et la cible font exactement le même métier.

### 4 – Intensité concurrentielle : ROUGE

Le secteur des matières premières est en surchauffe, les valorisations sont au plus haut, l'opération est une OPA hostile.

### 5 – Actifs intangibles : VERT

Les actifs sont essentiellement des gisements et des usines de traitement du minerai.

### 6 – Environnement réglementaire : ROUGE

Il y a un risque fort et évident au regard du droit des concentrations.

### 7 – Difficultés d'intégration : ORANGE

L'intégration doit permettre de dégager des synergies de coût, elle sera donc longue et difficile (réduction important d'effectifs).

## CONCLUSIONS

Le projet d'acquisition intervient au plus haut d'un cycle économique et le risque de survalorisation est donc maximal. Par ailleurs, il semble évident que les autorités de la concurrence de différents pays vont mettre beaucoup de temps avant de donner leur agrément, voire l'assortir de conditions de cession de certains pans d'activité. La recommandation est de s'interroger sur la pertinence d'un tel mouvement et sur l'ampleur des moyens à y consacrer, notamment dans la mesure où il passe par une OPA non sollicitée.

## EXEMPLE N°5

Une grande SSII acquiert une grande société de conseil

## CONTEXTE

Le mouvement a comme point de départ les décisions réglementaires prises concernant la séparation des activités d'audit et de conseil. Pour les grandes SSII, cette séparation constitue une occasion d'intégrer verticalement leurs opérations de prestations d'exécution de services par l'acquisition des branches « conseil » résultant du démantèlement d'un certain nombre de ces grandes sociétés d'audit et de conseil. Culturellement il y a aussi toujours eu une attirance des SSII vers le conseil, ce métier étant considéré comme plus porteur de valeur. L'opération est conduite à une époque de surchauffe de l'économie en général et de ceux des services informatiques et du conseil plus particulièrement.

## APPRECIATION DU RISQUE

### 1 – Réflexion stratégique: VERT

La réflexion stratégique préalable est claire, structurée et formalisée.

### 2 – Ressources et expérience M&A: VERT

L'entreprise a une culture de croissance externe marquée par de nombreuses acquisitions depuis sa création.

### 3 – Éloignement des métiers: ROUGE

La SSII dispose déjà d'une petite entité de conseil mais celle-ci n'est pas du tout positionnée sur les mêmes types de prestations.

### 4 – Intensité concurrentielle: ROUGE

Les secteurs d'activité des 2 sociétés sont en surchauffe. Le prix final est très élevé.

### 5 – Actifs intangibles: ROUGE

La valeur de la cible réside intégralement dans le savoir faire des dirigeants et des consultants, et dans le carnet de commandes.

### 6 – Environnement réglementaire: ORANGE

Les contraintes réglementaires qui animent l'opération exigent une vitesse d'exécution préjudiciable à l'appréciation des risques.

### 7 – Difficultés d'intégration: ROUGE

Les cultures sont diamétralement opposées : la SSII repose sur une forte organisation hiérarchique et la société de conseil s'appuie sur une forte autonomie des « partners ».

## CONCLUSIONS

4 familles de risques sont en alerte rouge, ce qui appelle une recommandation négative. Mais l'opération a néanmoins été menée à son terme. L'appréciation des risques a été fortement sous-estimée car ils semblaient gérables du fait des très fortes compétences en matière de M&A. Malgré une réflexion stratégique bien définie et ambitieuse, les éléments financiers et d'intégration ont été considérablement sous-estimés. Indépendamment des considérations financières qui relevaient de l'économie générale, l'opération aurait pu se faire convenablement si l'intégration s'était réalisée très progressivement après une longue période d'indépendance de la cible.

## 3 – Bonnes pratiques et recommandations

L'implémentation d'un plan de croissance externe ressemble par certains aspects au processus de recherche et développement, au sens où sa durée est très longue (elle peut aller jusqu'à plusieurs années) et au sens où les projets qui aboutissent ne sont qu'une infime partie de ceux qui ont été mis en chantier. De la même façon qu'une entreprise passe régulièrement au crible ses projets de R&D, les évalue à différents stades de maturité et en arrête certains quand la probabilité de création de valeur apparaît faible, le processus d'acquisition suit une logique de maturation progressive dans laquelle la décision d'arrêter ou de poursuivre le projet doit être prise à différents moments.

Nous avons retenu de présenter les bonnes pratiques en liaison avec les moments décisionnels d'une acquisition. C'est en effet à chacun de ces moments que le décideur d'entreprise doit pouvoir apprécier les risques encourus et les moyens envisageables pour les réduire. Ces étapes-clés du processus sont les suivantes :

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

Les recommandations sont détaillées ci-après pour chaque moment-clé.

### 3.1 Le choix de la croissance externe

La croissance externe n'est pas une fin en soi. Elle n'est qu'un moyen au service d'une stratégie de développement. La croissance externe n'est jamais le seul moyen de résoudre une équation stratégique. On peut prendre pied sur un nouveau marché en y construisant une usine ou en mettant en place une force de vente. L'acquisition est une alternative qui peut présenter des avantages, notamment celui de la vitesse, mais aussi beaucoup d'inconvénients. On peut de la même façon développer en interne une technologie plutôt que d'acheter une société qui la détient déjà.

Le choix de la croissance externe est lourd de conséquences pour

l'entreprise, en termes de ressources financières à engager mais aussi en temps passé par les dirigeants. La première recommandation est évidemment d'y réfléchir à deux fois. La bonne pratique est bien sûr de formaliser le raisonnement qui conduit à décider que la croissance externe est la meilleure solution.

A ce stade, tous les facteurs de risque présentés dans la cartographie ne sont pas à prendre en compte puisque certains sont directement liés à une cible d'acquisition particulière. Ceux qui sont à prendre en compte en amont sont la réflexion stratégique préalable, les problèmes de ressources et de compétences ainsi que les considérations liées à l'intégration des cibles.

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

La principale recommandation est ici de formaliser le raisonnement stratégique. Le dirigeant d'entreprise peut avoir l'intuition forte qu'une logique de croissance externe s'impose alors même qu'il s'agit-là d'un raccourci dangereux. Il faut traduire l'intuition en mots et présenter le résultat de cette formalisation à différents « challengers » qu'ils soient internes (principaux managers, comité de direction, conseil d'administration, etc...) ou qu'ils soient externes (consultants, experts comptables, clients, etc...) Ecrire et présenter sa stratégie à différents auditoires n'est jamais au grand jamais une perte de temps.

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

La mise en route d'un plan de croissance externe suppose des moyens et des compétences. Seules les très grandes entreprises disposent de ressources fusions-acquisitions permanentes et de bon niveau. Toutes les autres devront s'appuyer sur leurs forces internes et sur des conseils. La recommandation est de s'assurer avant le lancement de la première opération d'acquisition que le management de l'entreprise dispose de suffisamment de temps pour cela (attention à l'empilement des projets) et que les conseils qui deviendront les partenaires du plan de croissance externe ont bien été identifiés.

#### Facteur de risque n°7 : Difficultés d'intégration des cibles

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 comme un changement de systèmes d'information, une réduction d'effectifs très importante ou encore le démarrage d'un investissement majeur. On ne dira jamais assez que les problèmes véritables se posent au moment de l'intégration de la cible. Il faut garder cela à l'esprit au moment de faire le choix de la croissance externe.

### 3.2 La remise d'une offre préliminaire

Une opération d'acquisition commence en général par la signature d'un accord de confidentialité et par la divulgation par le vendeur d'un premier niveau d'information constituant l'Info Memo. Sur la base de la lecture de ce document, il est demandé aux acheteurs potentiels de préparer une offre préliminaire, document court présentant les principales conditions de la transaction (en commençant évidemment par le prix d'acquisition), sous réserve des conclusions de la due diligence. Cette offre préliminaire, ou lettre d'intention, est juridiquement non-engageante. Un acheteur peut choisir de ne pas conclure l'opération même après l'avoir remise, à condition que cela soit pour de justes motifs, révélés lors de la due diligence, au risque, sinon, d'être poursuivi pour rupture abusive des pourparlers.

Le fait qu'il n'y ait pas d'engagement juridique peut donner à penser qu'il s'agit d'une étape anodine. Il faut se garder d'une telle appréciation. L'offre préliminaire, si elle est acceptée par le vendeur, conduit à mettre en œuvre des ressources éventuellement importantes pour la phase de due diligence. Par ailleurs, elle est le prélude à une étude très détaillée de la cible et donc à une focalisation du management de l'entreprise sur le projet d'acquisition, qui peut-être préjudiciable pour l'activité normale de l'entreprise. Remettre une offre préliminaire n'est donc pas une décision qu'on doit prendre à la légère. A ce stade, étant donné le niveau d'information disponible sur la cible, tous les facteurs de risque peuvent et doivent être analysés.

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

La principale recommandation est ici de s'imposer la rédaction d'un document court décrivant la nature exacte du problème stratégique que l'on cherche à résoudre et faisant la liste des caractéristiques de la cible qui sont de nature à apporter des réponses au problème posé. On mentionnera également dans le document les bases du calcul de valorisation conduisant au prix d'acquisition mentionné dans l'offre préliminaire.

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

L'offre préliminaire étant le prélude à la due diligence, il faut connaître précisément à ce stade les ressources internes et externes qui devront être mises en œuvre et en apprécier le coût prévisionnel de façon prudente. On ne doit remettre l'offre préliminaire que dans la mesure où on est certain d'avoir la capacité de mener à son terme l'étape suivante qui peut être longue et complexe. Il en va de la crédibilité de l'entreprise.

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

L'Info Memo donne la plupart des clés permettant d'apprécier les différences entre le métier de l'acheteur et celui de la cible, mais il ne les donne pas forcément toutes. On se méfiera des métiers qui semblent comparables parce qu'ils portent le même nom mais qui sont fortement impactés par des réglementations, des circuits de distribution ou des cultures différents. La recommandation est ici de poser les bonnes questions.

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

La recommandation est simple à donner mais sûrement plus difficile à mettre en œuvre : il faut éviter de « perdre la tête », soit parce que l'industrie est en haut de cycle, que les cibles sont rares et les prix élevés semblent normaux, soit parce que le vendeur a mis en place un processus sous forte contrainte de temps. On se gardera en particulier du syndrome du « train qui ne passe qu'une fois » qui fait

toujours des ravages.

Les indicateurs de haut de cycle, et donc de risque élevé de surpayer la cible, sont :

- l'accélération du nombre de transactions,
- la rareté des cibles,
- l'augmentation des transactions payées en « papier », c'est-à-dire avec, pour tout ou partie du prix, des titres de l'acquéreur.

En effet, en période de « bulle », les titres de l'acquéreur seront sur-évalués comme le sont ceux de la cible, permettant ainsi d'acquérir la cible dans de meilleures conditions. Ce phénomène a été observé pendant la « bulle internet » à la fin des années 90 et plus récemment pendant la bulle des valeurs liées au secteur des matières premières.

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

Le principal risque concerne les personnes-clés de la cible qu'il est très rare de pouvoir rencontrer à ce stade du processus. La recommandation est ici de faire au minimum une identification exhaustive des actifs intangibles et d'en mesurer le poids dans la valeur proposée. Une part importante d'intangibles est un signal d'alerte qui, ajouté aux autres facteurs de risque, permet de décider de remettre ou non une offre préliminaire.

### **Facteur de risque n°6 : Incertitudes réglementaires**

C'est sûrement le facteur de risque le moins détaillé par les vendeurs au stade de l'offre préliminaire. L'Info Memo présente surtout l'activité, les produits, les clients, les personnels, etc... sous un jour le plus attractif possible et passe en général sous silence les problèmes de nature juridique ou réglementaire. La recommandation est d'avoir au minimum une bonne idée des aspects anti-trust (qui peuvent être rédhibitoires).

### **Facteur de risque n°7 : Difficultés d'intégration de la cible**

C'est le facteur de risque le plus largement sous-estimé au niveau de l'offre préliminaire. La conclusion de la transaction est encore loin et la préoccupation principale concerne le niveau de prix à mettre dans l'offre. La recommandation est bien évidemment de se poser dès ce stade les questions de base concernant l'intégration future, l'identification des hommes qui piloteront l'intégration ou le mode

de gouvernance qui sera mis en place avec la cible (et de choisir de ne pas remettre d'offre si les difficultés semblent dès le départ considérables). Les principaux domaines d'intégration doivent être vus, avec une première compréhension de la stratégie d'intégration à mettre en œuvre (exemple : absorption de l'organisation de la trésorerie et du reporting, préservation des équipes commerciales, etc...). Une première quantification des synergies potentielles et des coûts de mise en œuvre doit être réalisée. Le choix d'un responsable du projet d'intégration est idéalement fait dès la remise de cette lettre d'intention.

C'est après un balayage complet des facteurs de risque (et une notation sur la base de feux tricolores) qu'on doit prendre la décision de remettre une offre préliminaire. La décision la plus difficile est évidemment de choisir d'en rester là. On imagine le plus souvent à tort que l'examen détaillé des informations va permettre de minimiser les problèmes mis en évidence au stade de l'Info Memo. C'est en général l'inverse qui se produit. Les difficultés vont crescendo dans la due diligence. On prendra donc une bonne décision en choisissant de ne pas remettre d'offre préliminaire si les facteurs de risque sont à des niveaux importants.

## **3.3 La remise d'une offre ferme**

L'acceptation de l'offre préliminaire par le vendeur marque le lancement de l'étape dite de « due diligence ». Pour le vendeur, cette acceptation ne signifie pas un accord définitif sur le fait de vendre au prix et aux conditions de l'offre préliminaire. Il ne s'agit que de constater que les termes de l'offre pourraient constituer une base de discussion intéressante pour la suite du processus. Du côté des acheteurs, le passage à l'étape de « due diligence » signifie l'engagement de ressources importantes pour une étude exhaustive et attentive de toute la documentation fournie dans le cadre de la « due diligence » (habituellement regroupée dans un lieu physique ou virtuel nommé « data room »).

A l'issue de la due diligence, il est demandé aux acheteurs de remettre une offre plus détaillée que la première, qualifiée d'offre ferme ou encore d'offre engageante (même si elle ne l'est pas en général au sens strictement juridique du mot). Cette offre ferme ou

engageante, si elle est acceptée, est la base sur laquelle la documentation juridique de la transaction sera constituée. Il est donc difficile à l'acheteur de revenir sur les termes indiqués dans l'offre ferme sans être soupçonné ou accusé de négociation de mauvaise foi. L'offre ferme peut ainsi être considérée comme un point de non-retour : si elle est acceptée par le vendeur, elle oblige moralement si ce n'est juridiquement l'acheteur à aller jusqu'au bout du processus d'acquisition. L'essentiel du risque d'acquisition est donc concentré sur ce moment de l'opération.

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

La due diligence doit permettre de tester la robustesse de la réflexion stratégique de départ. Si les éléments détaillés de la data room confortent les options stratégiques retenues initialement, c'est un signe très réconfortant. Si au contraire, il faut revoir significativement les bases du raisonnement stratégique ayant conduit à lancer l'opération d'acquisition, c'est un signe très fort et très grave d'alerte qu'il faut impérativement prendre en compte.

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

La multiplicité des sujets à étudier et le coût des conseils externes poussent parfois l'acquéreur à privilégier des ressources internes pas nécessairement aguerries sur le sujet fusion-acquisition. Cela peut se traduire par une remontée tardive de certains problèmes importants. Le meilleur indicateur est ici le niveau d'importance des sujets remontés de la data room qui doit nécessairement aller en décroissant au fur et à mesure de la due diligence.

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

Dans la phase de due diligence, toute l'information nécessaire à une bonne compréhension du métier de la cible, et donc à la comparaison avec celui de l'acquéreur, est en général disponible. Mais cette information est éparpillée et il est important qu'un des membres de l'équipe de due diligence en fasse une synthèse. Par ailleurs, rien de tel qu'une confrontation entre opérationnels de l'acquéreur et de la cible pour mesurer cet éloignement des métiers.

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

Sur la base des informations disponibles en data room, des projections de résultat et des valorisations très détaillées sont possibles. Il faut évidemment comprendre les limites du calcul à qui on demande souvent de dire ce que l'on a envie d'entendre. Il faut en parallèle utiliser des référentiels absolus, sur la base de multiples par exemple. Il faut avant tout ne pas se prendre au jeu des enchères montantes sous forte contrainte de temps.

Les conséquences de la due diligence doivent être analysées au regard :

- du périmètre de l'acquisition. Cela est particulièrement sensible en cas d'acquisition d'actifs (« asset deal ») nécessitant une délimitation précise des éléments achetés (« carve out »). La due diligence peut également révéler qu'un actif important pour l'exploitation de la cible (ex : brevet ou marque) est détenu en propre par le cédant ; il faudra alors spécifiquement négocier son acquisition ;
- du prix d'acquisition. L'analyse détaillée des comptes de la cible peut amener à ajuster à la baisse le prix proposé, par exemple en cas de risques identifiés et insuffisamment ou pas du tout provisionnés ;
- du niveau des garanties à obtenir, de façon à bien couvrir les risques identifiés lors de la due diligence ;
- du contenu de l'éventuelle clause de complément de prix (« earn-out ») ;
- des éléments périphériques à l'acquisition à négocier, tels que les modalités d'accompagnement de l'acquéreur par le cédant ou les modalités de sortie de la cible du groupe auquel elle appartient.

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

Par définition, les actifs intangibles sont les plus difficiles à appréhender dans une due diligence. Il faut donc utiliser tous les moyens possibles pour les « matérialiser ». Il s'agira par exemple de :

- marques et brevets, dont il conviendra, grâce à des experts en

- propriété intellectuelle, de bien apprécier la propriété juridique, le délai de protection et la zone géographique d'exploitation ;
- la clientèle. Il pourra sur ce point être utile de solliciter des contacts directs avec les clients-clé de la société cible, dans des conditions de préservation de la confidentialité à négocier au mieux, par exemple par des contacts en toute fin du processus de due diligence ;
- savoir-faire. Il s'agit alors d'identifier les personnes-clés de l'entreprise et de solliciter des contacts directs avec elles pour mieux connaître leurs motivations ;
- la qualité de l'organisation. Une bonne organisation, logistique, commerciale, comptable..., participe aussi des actifs intangibles de la société cible. Il conviendra de s'assurer que cette organisation pourra se poursuivre au sein du groupe acquéreur. Un chantier important sera notamment d'apprécier la compatibilité du système d'information de la cible avec celui de l'acquéreur, ce qui pourra être mené avec des consultants spécialisés.

#### Facteur de risque n°6 : Incertitudes réglementaires

Toutes les incertitudes réglementaires doivent être levées dans la phase de due diligence. Cela peut être simple et binaire (la cible a ou n'a pas toutes les autorisations nécessaires pour opérer) comme cela peut être plus difficile à cerner (la probabilité d'obtention d'un avis favorable des autorités de la concurrence). Dans tous les cas, aucun sujet de nature réglementaire ne doit rester « brumeux » lors de la remise d'une offre ferme.

#### Facteur de risque n°7 : Difficultés d'intégration de la cible

Au stade de l'offre ferme, il faudrait avoir déjà défini et même formalisé une stratégie d'intégration : actions prioritaires, organisation projet nécessaire, identification et mobilisation des cadres-clés pour les principaux groupes de travail, jalons clés. Ceci est facile à énoncer mais beaucoup plus difficile à faire dans le temps de la due diligence où mille sujets sont à traiter simultanément. C'est pourtant la clé de la réussite ou de l'échec d'une acquisition. L'équipe d'intégration doit maintenant être opérationnelle, être familiarisée avec le dossier et avoir élaboré le plan des cent premiers jours. Remettre une offre ferme sans avoir une idée claire des grandes

lignes de l'intégration, c'est prendre un risque inconsidéré. Ceci doit être coordonné par le responsable du projet d'intégration, identifié dès la lettre d'intention.

### 3.4 La signature d'un accord engageant

A l'issue de la remise des offres fermes, il est habituel que le vendeur choisisse un des acquéreurs pour mener avec lui la négociation du contrat de vente. Cette négociation se passe donc le plus souvent dans un contexte d'exclusivité, qu'elle soit formelle ou informelle. A ce stade de la discussion, il faut s'assurer que la due diligence a été menée à son terme, c'est-à-dire que l'intégralité des problèmes posés par l'opération a été identifiée et que des solutions opérationnelles ont été discutées. La négociation du contrat de vente sera d'autant plus chaotique que de nouveaux problèmes opérationnels apparaîtront au cours de sa discussion, obligeant par exemple à revoir des clauses importantes comme les garanties de passif.

Les risques pris par l'acquéreur dans la discussion du contrat de vente sont de 2 natures : d'une part oublier de traiter un problème dans le contrat (une fois qu'il sera signé, il ne sera plus possible d'y revenir), d'autre part rédiger la solution d'un problème manière incomplète ou confuse (ce qui peut générer des contestations ultérieures). Pour éviter ces écueils, il est important que les juristes et les avocats aient eu le temps suffisant pour s'imprégner des problèmes opérationnels afin d'en comprendre la nature et la portée. On accordera ainsi un soin tout particulier aux clauses de nature financière (dont la détermination ou l'ajustement du prix de vente).

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

Le débat stratégique doit normalement être clos au stade de l'offre ferme.

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

Le contrat de vente couvre des sujets très divers, de nature juridique et financière, impactant les opérations industrielles et commerciales, touchant aux aspects de ressources humaines, de propriété

intellectuelle, etc. Il faut être certain que chaque sujet important a été vu et validé par un spécialiste. Cette évidence n'est pas toujours facile à mettre en œuvre dans une négociation qui a sa propre dynamique et des contraintes de temps serrées.

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

Le débat sur l'éloignement des métiers doit être clos au stade de l'offre ferme.

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

Si le prix est peu susceptible d'évoluer fortement entre l'offre ferme et le contrat d'acquisition, il en va autrement de toutes les autres conditions qui accompagnent la transaction, comme par exemple les garanties de passif. Le risque pris par l'acquéreur est inversement proportionnel à l'enveloppe de ces garanties. Un acquéreur avisé doit savoir que leur négociation est au moins aussi importante que celle concernant le prix de vente.

De même, les éléments périphériques à la transaction, tels que les modalités d'accompagnement de l'acquéreur par le cédant ou les modalités de sortie de la cible du groupe auquel elle appartient, devront être négociés et formalisés au stade de la signature du contrat d'acquisition.

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

Le contrôle du risque lié aux intangibles est le plus souvent de nature contractuelle et s'obtient donc dans la phase de négociation du contrat de vente. C'est à ce moment-là qu'on discute en détail les licences d'utilisation de brevets ou de marques, les clauses permettant de garantir la présence et la motivation des personnes-clés de la cible, etc. La valeur liée aux intangibles se protège ou se met en danger à ce moment précis.

### **Facteur de risque n°6 : Incertitudes réglementaires**

Les incertitudes réglementaires non levées par la due diligence doivent être traitées dans le contrat de vente (si elles n'ont pas conduit à une rupture des discussions). Il est ainsi habituel de mentionner dans le contrat la procédure d'approbation de la transaction par les autorités de la concurrence (qui dans la majorité des cas ne peut s'obtenir qu'après une signature effective du contrat de vente).

### **Facteur de risque n°7 : Difficultés d'intégration de la cible**

Le temps de la négociation du contrat devrait être mis à profit pour la préparation détaillée de l'intégration (du moins à partir du moment où la probabilité de succès de l'opération devient importante). Une fois que le contrat est signé, le temps disponible pour cette préparation est en effet très limité. Autant faire le maximum à un moment où la contrainte de temps est moindre (la limite étant néanmoins l'accès au personnel de la cible).

## **3.5 La mise en oeuvre du plan d'intégration**

Une fois qu'un accord engageant est signé, le principal risque est de considérer cette signature comme la fin du projet d'acquisition alors qu'elle représente plutôt un nouveau départ. Le succès repose alors sur le maintien d'une logique et d'une structure de projet pour aborder la phase d'intégration. 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 (si ce n'est déjà fait) et mettre en œuvre un plan d'intégration coordonné qui, dans l'idéal, n'est que la traduction dans le détail d'orientations stratégiques prises plus tôt dans le projet (au moment de la remise de l'offre ferme). On ne répétera jamais assez à quel point la réussite d'une acquisition repose sur la prise de conscience du caractère exceptionnel de l'opération d'intégration. 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. Ce dernier effort doit impérativement être consenti, sauf à remettre en cause la valeur potentielle créée par l'acquisition.

Deux phases de travail peuvent être distinguées dans la mise en œuvre de l'intégration. Elles doivent être bien définies parce qu'elles répondent à des logiques différentes, et que les échecs tiennent souvent au lien mal organisé entre les deux phases :

- Une phase de transition (« 90 jours ») vise à réaliser le lien entre l'acquéreur et la cible, à définir sur un mode partagé les priorités d'actions, à quantifier de façon plus détaillée les synergies et les coûts de mise en œuvre. Cette phase est bien connue des acquéreurs les plus expérimentés et des prestataires de services
- elle est normalement organisée en mode projet avec des groupes de travail et un reporting spécifique. Son objectif stratégique est d'arrimer les deux structures, d'assurer la prise de contrôle, de limiter immédiatement tout risque. Elle est dans l'idéal sécurisée avant la fin de la négociation par un plan d'actions court terme ('Plan Day One ») visant à identifier et mettre en œuvre les actions de gestion des risques liées au transfert de propriété (contacts clients ou fournisseurs clés préliminaires, modification des autorisations bancaires, préparation du reporting financier, ...).
- La deuxième phase est plus longue et peut durer de quelques mois à quelques années. Elle vise à assurer la mise en œuvre de l'intégration dans le détail le plus fin. Souvent, cette phase est déléguée pleinement à la nouvelle organisation, éventuellement sans reporting spécifique, avec le risque d'une remise en cause progressive des analyses de la phase de transition, de ses objectifs quantifiés et de ses plannings. Un autre risque est la divergence progressive entre des fonctions ou métiers travaillant en silos pour finaliser leur intégration. A l'expérience, il apparaît important de maintenir une logique de suivi spécifique, pour la mise en œuvre des plans d'actions et des synergies, et ceci le temps nécessaire à assurer la mise en œuvre effective des gains visés. Ce point nous semble d'autant plus à souligner que la connaissance du « post merger » a permis de progresser de

manière spectaculaire dans l'organisation de la phase de transition, en délaissant cette phase de mise en œuvre de détail qui est pourtant in fine la seule garante du succès ou de l'échec de l'opération.

Le succès de l'intégration, on l'a vu dans l'approche générale de ce guide, se joue sur la qualité de l'ensemble du processus suivi, et ceci sur les 7 familles de risque identifiées. On notera en particulier, au moment du lancement de l'intégration, les points suivants :

#### **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. L'objectif poursuivi dans ce processus est d'assurer que les conditions de réflexion, de priorisation des actions et d'arbitrage soient facilitées et accélérées alors que le nombre de personnes impliquées dans le processus augmente, avec un risque croissant de divergences.

#### **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, par exemple sous forme de primes spécifiques.

#### **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. Ainsi, l'intégration de compétences rares (recherche, commercial,..) doit mettre l'accent sur des actions de rétention des personnes en matière de communication, de rémunération, de mobilisation,... L'acquisition d'une marque doit faire l'objet d'une approche marketing poussée, de façon à sécuriser la valeur de cette marque.

Le processus de fusions-acquisitions, tel qu'il est mis en œuvre de nos jours, existe peu ou prou depuis une trentaine d'années. Il est étudié par des consultants et des universitaires depuis au moins une vingtaine d'années. Tous ces experts arrivent à une même conclusion, qui revient comme un refrain entêtant : une acquisition sur deux détruit de la valeur. Il est surprenant et même quelque part incompréhensible que ce ratio d'échec considérable – et peut-être même inacceptable, comment un processus-clé peut-il avoir un taux d'échec de 50% ? – soit aussi constant dans le temps, alors même que les experts donnent l'explication du phénomène depuis longtemps (la préparation des opérations, c'est-à-dire la veille sur les cibles d'acquisition, est insuffisante, on prépare mal et on réalise mal l'intégration des cibles qui est LE facteur-clé de succès d'une acquisition). En guise de conclusion de ce guide, quelques-unes des raisons de cette rémanence de l'échec et quelques leviers d'amélioration :

- Le processus de fusions-acquisitions n'est pas de nature uniquement juridique et financière comme on le croit trop souvent. Cette croyance repose sur une définition trop étroite du processus qui le réduit à la seule « transaction d'achat » qui commence au début de la négociation avec la cible et se termine par la signature du contrat de vente. Le processus de fusions-acquisitions est beaucoup plus étendu que cela. Il commence juste après la définition de la stratégie de développement de l'entreprise et ne se termine que 2 ou 3 ans après l'acquisition, quand la cible a véritablement été intégrée. Comprendre et accepter l'étendue de ce processus, c'est résoudre 90% du problème posé.
- Le processus de fusions-acquisitions est un processus, c'est-à-dire une succession de problématiques et de tâches qui revêt un caractère répétitif et qui doit être traitée avec méthode et avec rigueur. Trop d'entreprises considèrent encore que chaque opération est particulière et qu'il ne sert à rien de formaliser la façon de faire. Cela revient en général à ouvrir la porte à l'improvisation, à l'à peu près, à faire et à refaire les mêmes tâches, bref à n'être ni pertinent ni efficace et, de ce fait, à courir à la catastrophe. Une opération de fusions-acquisitions est un projet complexe, impliquant un grand nombre

d'intervenants internes et externes à l'entreprise, qui doit au minimum se traiter en mode « projet » (nommer un chef de projet, avoir un comité de pilotage, etc...) et, mieux encore, se gérer avec un processus balisé et formalisé.

- La gestion pertinente et structurée de l'information est une des clés de la réussite en fusions-acquisitions. Le propre de ce processus est que l'information en provenance du vendeur arrive en ordre dispersé, par « petits paquets » successifs, sans structure pré-établie. Par ailleurs, cette information est analysée, traduite, synthétisée, reformulée, etc... par un grand nombre de personnes, ce qui ajoute encore à la complexité de la base d'informations à gérer. Des systèmes d'information dédiés aux fusions-acquisitions commencent à se développer pour prendre en compte cette complexité. Ceux qui réussiront dans le domaine des fusions-acquisitions sont ceux qui auront compris la nécessité d'une gestion « professionnelle » de l'information.

Comprendre l'étendue du processus de fusions-acquisitions, comprendre que c'est un véritable processus, comprendre la difficulté de la gestion de l'information sont les 3 préalables à une gestion efficace des risques attachés à une opération d'acquisition. Le propos de ce guide n'est évidemment pas de décourager les entrepreneurs désireux de lancer un plan de croissance externe. Une acquisition réussie peut faire gagner plusieurs années de développement à une entreprise. Le propos du guide est de dire et de répéter que les risques liés aux opérations d'acquisition sont connus et même archi-connus depuis longtemps, qu'il est possible de les identifier et de les mesurer, qu'il y a plusieurs moments dans une opération pour dire non à un risque trop important, en résumé qu'il est possible d'augmenter considérablement le taux de réussite des acquisitions.

# CONTACT

Académie des Sciences et Techniques  
Comptables et Financières

19 rue Cognacq Jay - 75341 Paris Cedex 07

Tél. 01 44 15 60 00

Fax 01 44 15 90 05

**William Nahum** - Président

06 07 86 41 64

[wnahum@lacademie.info](mailto:wnahum@lacademie.info)

**Marie-Claude Picard** - Assistante du président

01 44 15 62 52

[mpicard@lacademie.info](mailto:mpicard@lacademie.info)

**Benoit Ramozzi** - Communication / Presse

01 44 15 60 27

[bramozzi@lacademie.info](mailto:bramozzi@lacademie.info)

[www.lacademie.info](http://www.lacademie.info)

Avec la participation de :

FAIR-M&A



*Paris Corporate Finance*

[POST MERGER INTEGRATION]  
FACTORY®

