

Séminaire Management et Cultures d'Entreprises

*organisé en collaboration avec la Maison des sciences de
l'homme et la chaire "Management multiculturel et
performances de l'entreprise" (Renault-École polytechnique-
HEC) et grâce aux parrains de l'École de Paris :*

Algoé²
Alstom
ANRT
AREVA²
Cabinet Regimbeau¹
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chaire "management multiculturel
et performances de l'entreprise"
(Renault-X-HEC)
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNES
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Crédit Agricole SA
Danone
Deloitte
École des mines de Paris
EDF
ESCP Europe
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
Fondation Crédit Coopératif
Fondation Roger Godino
France Télécom
FVA Management
Groupe ESSEC
HRA Pharma
IBM
IDRH
IdVectoR¹
La Poste
Lafarge
Ministère de l'Industrie,
direction générale de la compétitivité,
de l'industrie et des services
OCP SA
Paris-Ile de France Capitale Economique
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Saint-Gobain
Schneider Electric Industries
SNCF¹
Thales
Total
Wight Consulting²
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation

² pour le séminaire Vie des Affaires

(liste au 1^{er} octobre 2010)

ASSURER LE SUCCÈS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS, LES CONTRIBUTIONS D'UNE APPROCHE HISTORIQUE

par

Matthias KIPPING

Professeur, Schulich School of Business, Université York
Toronto, Canada

Chercheur invité, École Polytechnique

Séance du 21 juin 2010

Compte rendu rédigé par Pascal Lefebvre

En bref

Deux tiers des fusions acquisitions sont des échecs, aux dires même des banquiers qui les pilotent. Quelles sont les causes d'un tel fiasco, alors que le discours économique en fait si souvent l'éloge ? Serait-ce la légèreté de managers plus soucieux de résultats rapides et spectaculaires que de réformes en profondeur ? Serait-ce la myopie court-termiste d'actionnaires plus soucieux de performances boursières que de survie des entreprises ? Serait-ce aussi l'avidité de banquiers d'affaires ou de consultants peu regardants ? Ou le regard que l'on porte sur ces opérations serait-il biaisé par des outils inadéquats et réducteurs ? Un historien des entreprises présente ces questions sous un jour différent et ouvre les pistes d'une réflexion alternative face à un discours financier aussi convenu qu'omniprésent.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

EXPOSÉ de Matthias KIPPING

De l'intérêt des fusions acquisitions

En quoi le sujet des fusions acquisitions (fusacs) est-il si important, quoi que nous en dise la recherche existante, et quel pourrait y être la contribution d'un historien ?

Pour ce qui est de l'importance des fusacs, la première raison est que ces opérations, impliquant souvent plusieurs pays, se sont développées de façon considérable depuis quelques années. Désormais, dans 50 % des cas, les entreprises choisissent ce mode d'investissement à l'étranger, à égalité avec la création de filiales.

La seconde raison est que les pays émergents sont désormais devenus les acteurs les plus actifs dans ce domaine : n'ayant que peu d'expérience des investissements directs à l'étranger, ils privilégient la voie des fusions acquisitions pour s'implanter dans les pays développés. Je citerai le cas d'Arcelor, groupe franco-luxembourgeois ayant d'abord racheté les Espagnols, puis les Canadiens de Dofasco avant d'être à son tour absorbé, dans le cadre d'une offre hostile, par Mittal Steel, groupe dont le fondateur Lakshmi Mittal est d'origine indienne. On peut également citer Ratan N. Tata, lui aussi de nationalité indienne, patron d'un groupe très diversifié allant du conseil à l'industrie automobile, qui a racheté la société sidérurgique anglo-néerlandaise Corus¹. Autre exemple : la CEMEX, entreprise de matériaux de construction ayant son siège au Mexique, est devenue le troisième producteur mondial de béton à l'issue d'un processus complexe de fusions acquisitions. Le brésilien Vale, géant minier, premier producteur mondial de fer, s'est quant à lui hissé à ce niveau en acquérant quantité de sociétés telles Inco, la deuxième compagnie minière canadienne.

La littérature traitant des fusions acquisitions est extrêmement abondante et s'alimente à deux sources principales : celle des consultants qui participent aux *Post Merger Integrations* (PMI) et celles des chercheurs académiques issus de multiples disciplines (sociologie, économie et, surtout, finances). Elle révèle quelques accords et de multiples désaccords.

Les accords portent sur le faible taux de réussite des fusions acquisitions : la plupart des études montrent très clairement que, si on mesure le retour pour les actionnaires, la *shareholder value*, ces opérations sont souvent des échecs, notamment pour les actionnaires de l'entreprise acquérante. L'autre point d'accord porte sur le fait que la phase d'intégration après la fusion est la plus délicate, même si l'on n'est pas aussi unanime pour les détails. Donc, certaines études montrent que les différences de cultures sont causes d'échecs alors que d'autres démontrent le contraire...

Face à ce constat, des voix s'élèvent pour dire qu'il faut désormais développer un nouveau mode opératoire, intégrant mieux les diverses approches, sans toutefois en préciser davantage les modalités. D'autres voix se sont également élevées contre la trop grande importance accordée aux bases de données, trop simplificatrices, et pour le fait qu'il serait souhaitable d'intégrer enfin aux études davantage d'observations qualitatives.

De l'étude de cette littérature, je retire la conviction qu'elle comporte trois biais.

L'ignorance des fusions acquisitions entre grands groupes et PME

En premier lieu, l'intérêt des auteurs académiques se concentre sur les fusions acquisitions entre grands groupes cotés en Bourse, ce qui est assez naturel, seules les sociétés cotées pouvant fournir les informations nécessaires à l'alimentation des bases de données utilisées par les chercheurs, les sociétés plus petites ne permettant pas, de ce fait, ce type de recherche

¹ L'indien Tata Steel, opposé au brésilien CSN (Companhia Siderurgica Nacional) a racheté Corus pour plus de 10 milliards d'euros. Cette fusion a donné naissance au cinquième sidérurgiste mondial.

à l'anglo-saxonne. Cependant, la réalité est que la plupart des fusions acquisitions effectuées par les grands groupes impliquent au moins une PME. Ainsi, Alcan a réalisé trois grandes acquisitions : British Aluminium, Alusuisse et Pechiney, mais dans le même temps, elle a fait l'acquisition d'une centaine de PME, opérations dont on sait peu de chose, journalistes et chercheurs s'y étant peu intéressés.

J'ai participé à la création d'une base de données sur les fusions acquisitions entre la France et le Canada de 1960 à 2008. Là encore, l'essentiel des fusions acquisitions étudiées implique au moins une PME. Et si l'on regarde le type d'entreprises rachetées par les Français au Canada, pays où les données économiques sont facilement accessibles, on constate que, venant en seconde place derrière les achats d'entreprises de production, la plupart des fusions (plus de 18 % des 700 entreprises de l'échantillon) concernent des grossistes, ce type d'entreprise permettant à leurs acquéreurs un accès facile et immédiat au marché canadien. Cela semble tout à fait naturel mais ce point n'a cependant fait l'objet d'aucune étude.

Une obsession pour les actionnaires

Le deuxième biais révèle l'obsession des chercheurs pour les actionnaires : pourquoi, dans une opération de fusion acquisition ne regarde-t-on généralement que les actionnaires ou, parfois, les managers ? Parce que la seule question que les uns et les autres se posent est : « *Est-ce que ça va créer de la valeur ?* » Les entreprises sont pourtant insérées dans un contexte local impliquant clients et fournisseurs, banques, avocats ou consultants, sur lesquels, à de rares exceptions près, on n'étudie cependant pas l'impact d'une fusion acquisition. Dans l'une des rares études portant sur ce point et qui a été réalisée en Écosse, les auteurs ont démontré que les bénéfices de l'opération s'accumulaient surtout dans les entreprises rachetées, l'entreprise acquérante apportant à sa nouvelle acquisition savoir-faire et technologie dans le cadre d'un transfert actif. Mais, au moins dans ce contexte particulier, l'étude montrait que l'entreprise acquise achetait dès lors beaucoup moins de services localement, toutes ces opérations naguère traitées sur place (banque, consulting, etc.) ayant été remontées au siège.

Une étude de sociologues et historiens danois ², également très intéressante, porte sur une multinationale qui s'est constituée en rachetant des sociétés en Angleterre, au Danemark et aux États-Unis. Là encore, les auteurs ont observé que le centre, qui était à Londres, avait de meilleures relations, après le rachat, avec son contexte local direct de la City qu'avec les filiales qu'il avait rachetées. Non seulement, le centre n'avait pas su correctement les intégrer mais il ne savait pas exploiter les liens que la filiale danoise, par exemple, entretenait avec son environnement local, qu'il ignorait.

Cependant, dans une fusion acquisition, on ne rachète pas seulement une société, mais aussi tout son contexte local et il s'agit dès lors, pour favoriser le succès de l'opération, de préserver tout le savoir-faire lié à ce contexte particulier. Or, la recherche ne s'intéresse généralement pas à cette dimension locale et ne se focalise que sur ce qui concerne le siège et les actionnaires.

Une analyse à court terme

Le troisième biais est dû au fait que la plupart des analyses publiées dans les "bonnes" revues de gestion et de finances sont des *event studies* qui ne portent que sur le court terme et ne considèrent souvent les variations du cours de Bourse qu'immédiatement avant et après la fusion acquisition. Dans un colloque qui s'est tenu récemment à Rome, probablement deux tiers des communications sur les fusacs portaient ainsi sur des *event studies*.

Cependant, deux ou trois articles sont récemment parus dans des revues de stratégie qui considèrent qu'il existe un processus d'apprentissage permettant aux entreprises de réussir une opération de fusion acquisition. Une étude historique menée sur Unilever par Geoffrey

² Peer Hull Kristensen, Jonathan Zeitlin, *Local players in global games*, (Business & Economics, 2005).

Jones³, un professeur de la Harvard Business School, montre que, dès les années 1960, cette société a développé des capacités lui permettant de réaliser de bonnes acquisitions et de les intégrer efficacement. Mais si vous prenez chaque acquisition comme un point isolé, tel que c'est le cas dans les études fondées sur des bases de données, une telle analyse à long terme est impossible.

Le cas Alcan

Alcan est une société très intéressante que l'on qualifierait aujourd'hui de *born global*. En effet, en 1928, contraint par les lois antitrusts, le géant américain de l'aluminium Alcoa choisit de réunir tous ses actifs internationaux dans sa filiale canadienne Alcan, qui devint par le fait une société indépendante bien que préservant un actionariat en grande partie commun jusque dans les années 1950. L'unité de gestion fut également un temps préservée, le patron d'Alcan, auquel son fils succédera, étant le frère du patron d'Alcoa. Par la suite, la concurrence entre les deux entreprises deviendra néanmoins féroce.

Alcan est une entreprise qui, depuis la fin de la guerre, a racheté beaucoup de sociétés en élargissant constamment son périmètre d'activités pour passer de la seule production à la transformation de l'aluminium. Pour ce faire, elle a développé une méthode d'acquisition consistant à s'approcher progressivement de l'entreprise cible, en prenant d'abord des participations minoritaires, revendues en cas de partenariat insatisfaisant ou augmentées jusqu'au rachat complet dans le cas contraire. Ce processus se déroule généralement sur une période de deux à cinq années en fonction des cibles. La plupart d'entre elles ont été des entreprises familiales, comme l'était Alcan jusque dans les années 1980, dotées généralement d'une culture forte et pour lesquelles il était important que la transition se fasse en douceur. La formule typiquement utilisée dans la communication d'Alcan en témoigne, qui annonce dans ces occasions que : « *l'entreprise XYZ a rejoint la famille Alcan.* »

Tout change dans les années 1990, lorsque l'entreprise met désormais en avant la création de valeur pour les actionnaires. Dès lors, le nouveau management d'Alcan change de tactique et rachète de grosses entreprises, comme British Aluminium, Alusuisse ou Pechiney, en procédant de manière beaucoup plus rapide et beaucoup plus problématique. In fine, Alcan deviendra victime de sa propre logique financière puisque, pour créer encore plus de valeur pour ses actionnaires, la seule option des dirigeants sera désormais de vendre l'entreprise elle-même ! La première offre en ce sens viendra d'Alcoa et sera rejetée par les actionnaires d'Alcan qui trouveront un chevalier blanc, en l'occurrence Rio Tinto, qui rachètera l'entreprise pour 37 milliards de dollars, ce qui se révélera une mauvaise opération puisque réalisée juste avant la crise et l'effondrement boursier.

Le cas Composites Atlantic

Composites Atlantic⁴ est une entreprise achetée, ce qui est inhabituel dans des études qui s'intéressent généralement davantage aux acquéreurs qu'aux acquis. C'est également une entreprise semi-publique, fondée en 1987 à Lunenburg, en Nouvelle Écosse, dont le gouvernement de cette province et EADS détiennent chacun 50 % du capital.

Ce qui est particulier dans ce processus de fusion acquisition, c'est que c'est l'entreprise elle-même qui a cherché à être rachetée par EADS car elle se sentait trop faible et souhaitait être intégrée par un groupe ayant un meilleur accès au marché. C'est le patron français, venu à l'industrie des composites par celle du ski chez Rossignol et présent depuis l'origine de la

³ Geoffrey Jones, *Renewing Unilever. Transformation and Tradition*, (Oxford University Press, 2005).

⁴ Composites Atlantic Limited conçoit et fabrique des pièces et des structures en matériaux composites pour ses clients : de grands noms de l'industrie aéronautique, du spatial et de la défense, parmi lesquels Airbus, Boeing, Bombardier, Dassault, EADS, Eurocopter, Lockheed Martin, Northrop Gruman, Sogerma, etc. Elle s'est développée autour de cette activité depuis une vingtaine d'années, acquérant une vaste expertise sur tout un ensemble de procédés de fabrication comme l'injection thermoplastique, l'enroulement filaire, le drapage, le moulage, le formage sous vide, etc. (source : Christine Schaefer, *Aujourd'hui.com*).

société, qui sera le moteur du rachat par EADS. L'entreprise, très bien insérée dans son contexte local et provincial, bénéficie depuis son rachat des ressources apportées par EADS pour tout ce qui est contact clients, ce qui a accru ses ventes de façon considérable, et du savoir-faire technologique que possède Composites Aquitaine, autre filiale d'EADS. Malheureusement, sous la pression de ses actionnaires, EADS a décidé récemment de se séparer de Composites Atlantic sans pourtant en avoir réalisé la vente à ce jour.

Les leçons de ces deux cas

Nous pouvons tirer trois leçons importantes de ces deux cas.

En premier lieu, pour comprendre la dynamique des fusions acquisitions il est tout aussi important de prendre en compte les achats que les ventes, c'est-à-dire de considérer aussi bien les entreprises qui ont une bonne capacité d'acquisition que celles qui ont une capacité de vendre des participations. Dans cette optique, il faut comprendre les fusions acquisitions comme un moyen de changer, de façon constante, le périmètre de l'entreprise.

La deuxième leçon est celle de l'importance à accorder à une vision à long terme, à la fois respectueuse de la continuité de la culture de l'entreprise et garante de la pérennité de dirigeants.

La troisième leçon est que l'idéologie de la création de valeur est très récente. L'exemple d'Alcan montre clairement que l'entreprise avait davantage de succès dans ses fusions acquisitions quand elle ne se préoccupait pas uniquement de créer de la valeur pour ses actionnaires et qu'elle prenait d'autres indices en considération. Le fait qu'en voulant créer de la valeur, on n'en crée généralement pas est souvent présenté comme un paradoxe. Pour moi, ça ne l'est pas car, en réalisant de grosses fusions acquisitions dans ce seul but, on ne prend pas le temps d'apprendre à bien gérer ce processus, ce qui in fine engendre des difficultés.

Que peuvent apporter les historiens ?

L'histoire peut aider à comprendre le rôle des petites et moyennes entreprises dans ces fusions acquisitions, les historiens étant très capables d'analyser ce genre de processus sans avoir recours à l'artifice des bases de données. Ils peuvent également mettre en lumière le rôle que jouent les entreprises rachetées en ne se limitant pas à considérer les seules entreprises acquérantes.

Les historiens sont également habitués à considérer les événements en fonction d'un contexte aussi bien local que global. Ils sont ainsi en mesure de mieux apprécier l'évolution des entreprises en fonction de leur environnement.

Les historiens travaillent sur le long terme, ce qui leur permet de voir comment les entreprises, sur des périodes de plusieurs décennies, peuvent apprendre – ou non – à gérer les fusions acquisitions.

Enfin, les méthodes mises en œuvre par les historiens sont également très pertinentes pour comprendre le rôle de tous les *stakeholders* et pour identifier les moteurs du changement.

DÉBAT

L'historien face aux fusions acquisitions

Un intervenant : *Dans quelle perspective vous situez-vous en tant qu'historien : est-ce dans une perspective académique afin de contribuer à une meilleure compréhension des mécanismes en jeu dans les fusions acquisitions ? Ou l'approche historique peut-elle contribuer à améliorer un processus déjà engagé ?*

Matthias Kipping : Je suis un chercheur et mon but premier n'est pas celui d'un consultant mais celui d'un enseignant chargé d'ouvrir les yeux des étudiants sur ce type de question. Je ne souhaite pas que l'histoire supplante les autres disciplines mais je pense que l'approche des historiens peut aider à la compréhension de certaines choses parce que la valeur d'une acquisition ne réside pas seulement dans l'entreprise, mais aussi dans sa capacité à mobiliser son contexte et à tirer parti des ressources de son environnement local. En cela, l'approche de l'historien peut aider en éclairant les moments forts de l'histoire de l'entreprise cible, le rôle des dirigeants clés, les valeurs et la culture internes qui sont les résultantes de cette histoire. On paie très cher des auditeurs ou des banques d'affaires pour réaliser des études chiffrées souvent partielles, alors pourquoi ne pas demander à un historien de passer quelque temps dans les archives de l'entreprise cible (s'il ne s'agit pas, bien sûr, d'une opération hostile) ou en entretiens avec les anciens de la maison afin de mieux évaluer la cible ?

Int. : *Comment mesurer l'échec ou la réussite d'une fusion acquisition puisque, par construction, il est impossible de savoir ce qui se serait passé si cette opération n'avait pas eu lieu ?*

M. K. : Tout cela est effectivement très difficile à estimer parce que la fusion détruit le cadre de référence initial et qu'il n'est alors plus possible de mesurer un quelconque écart. Il n'existe pas d'univers parallèle dans lequel l'entreprise continuerait à exister sans que la fusion ait eu lieu ! Toute comparaison est donc impossible mais, comme historien, je peux continuer à étudier dans leur durée des processus dont j'ai l'avantage de connaître le déroulement et les étapes clés.

Int. : *Un rôle également intéressant pour l'historien serait d'expliquer pourquoi des idées qui ont autant de succès dans les esprits (car il y a le cas des fusions acquisitions, mais il y a aussi celui de la mutualisation des ressources et de bien d'autres modes) échouent aussi fréquemment.*

Pourquoi tant d'échecs ?

Int. : *Il me semble très difficile d'évaluer les fusions acquisitions même sur le long terme. J'ai vécu toute l'histoire des fusions acquisitions dans le secteur du poids lourd français, étant entré à la Saviem avant qu'elle n'acquière Berliet, puis ayant suivi l'histoire de RVI d'assez près avant de quitter le groupe Renault après la vente de RVI à Volvo. Comment évaluez-vous cette situation, sachant qu'après la fusion Saviem Berliet, les parts de marché sont longtemps restées en dessous de ce qu'elles étaient quand ces constructeurs étaient séparés, alors que la fusion RVI Renault Trucks avec Volvo est un succès ?*

M. K. : Ce qui m'intéresse, ce n'est pas tant l'évaluation d'une performance que l'analyse comparative des deux processus convergeant vers la fusion. J'essaierai plutôt de comprendre ce qui, dans le passé et dans les cultures des deux entreprises, a été déterminant dans la dynamique engagée. Ce que l'on constate souvent dans les fusions actuelles, c'est la persistance, longtemps après la fusion, des cultures propres à chaque entreprise quand bien même elles n'ont plus d'existence autonome officielle. Les gens s'identifient comme venant de telle ou telle composante. Il est alors intéressant de voir ce qui n'a pas bien marché dans ce processus et pourquoi subsistent encore des distinctions culturelles aussi fortes.

Int. : *Pour un chercheur, s'il n'est pas possible de mesurer les performances, il est toujours loisible, en revanche, de documenter les erreurs d'appréciation des performances. En effet pour chaque projet de fusion, il existe un dossier qui prédit ce que seront les bénéfices attendus et on peut assez facilement démontrer, en documentant le processus, que ces prédictions sont fausses. Vous avez souligné, dans vos exemples, que l'acheteur apporte souvent quelque chose à l'acheté mais cela fait partie de la rhétorique de l'acquisition de jouer sur les synergies attendues. Comme, en général, l'acheteur va être amené à payer un surcoût, il lui faut justifier cette dépense auprès de ses actionnaires en disant que son apport en technologie et en parts de marché va augmenter la valeur de l'entreprise achetée. Cela s'avère très souvent largement inexact et l'historien peut en témoigner. Est-ce que quelqu'un a essayé de mesurer les bénéfices à court terme pour les intermédiaires qui développent cette rhétorique et gagnent ainsi à tous les coups ?*

M. K. : Aujourd'hui, si l'on parle de synergies, on parle souvent de réductions d'effectifs. Ce que j'ai constaté, dans les deux cas que j'ai étudiés, c'est qu'Alcan a beaucoup apporté aux entreprises qu'elle a absorbées, surtout en termes de débouchés mais aussi en restructurant des secteurs comme celui des grossistes en Angleterre. EADS a également beaucoup apporté à Composites Atlantic et c'est ce à quoi aspirait cette entreprise. On parle souvent dans les études sur le développement de la *capacité absorbative* d'une entreprise : tout dépend aussi de la capacité de l'entreprise rachetée à intégrer le savoir-faire qui lui est apporté par l'autre entreprise.

Int. : *Les financiers, tout en concourant beaucoup à ce mouvement, se plaignent du fait que trop d'opérations échouent, le taux des affaires qui ratent étant impressionnant. Comment se fait-il qu'ils ne se dotent alors pas d'outils qui leur permettraient de jouer de façon plus sûre ? Il y a également les directions d'entreprises qui, effectivement, prennent très au sérieux et étudient à fond ces opérations de fusions acquisitions, vu leur importance vitale : comment se fait-il que, face à de tels enjeux, il y ait une telle déperdition et que l'on ait tant de mal à se doter d'outils efficaces ? Le marketing d'une telle opération n'est certes pas simple : déterminer la réponse du marché face à un nouveau produit est délicat. Mais au bout d'une quarantaine d'années d'existence, le marketing s'est doté d'outils qui lui permettent de façon assez satisfaisante de résoudre ce type de problèmes. Or ce n'est pas le cas en ce qui concerne les fusions acquisitions.*

M. K. : La plupart des opérations sont des petits rachats qui ne demandent pas de financements externes. Quand Alcan rachète une PME, c'est étalé sur plusieurs années et il n'a pas besoin de faire appel à une banque. Pour les grandes opérations, qu'elles échouent ou pas ne change rien pour la banque qui a déjà reçu son argent. De plus, la banque reçoit deux fois cet argent parce qu'en cas d'échec, elle revendra une seconde fois l'entreprise ! Quand Daimler a racheté Chrysler, une banque a gagné de l'argent, et quand Daimler a revendu Chrysler, une autre banque a encore gagné de l'argent. Ce sont donc des sommes énormes qui sont drainées par les consultants et les banques d'affaires, qui se montent en général à plus de 2 % du montant de la transaction, mais qui sont très peu étudiées.

Selon l'étude d'un chercheur suédois, lorsque le gouvernement suédois a dérégulé le secteur bancaire, McKinsey a fait des études pour plusieurs banques et, quand la plupart d'entre elles ont fait faillite, le gouvernement suédois a mandaté McKinsey pour remettre de l'ordre. Ils ont donc conduit le secteur à la faillite avant d'être à nouveau payés pour nettoyer le carnage qu'ils ont contribué à provoquer.⁵ Comme dans la crise actuelle, il faut bien regarder les *incentives*...

Nous avons à notre disposition tous les outils statistiques nécessaires pour constater la réussite ou l'échec de telles opérations, les *event studies* existent pour cela. Mais pour les comprendre, le problème est que l'on ne fait pas assez appel à des études qualitatives, parce que les problèmes des *mergers* sont des problèmes *soft*, des problèmes de personnels ! Ce ne sont pas des problèmes de chiffres ! On ne prend pas assez en compte le profil des dirigeants,

⁵ Lars Engwall, "Bridge, Poker and Banking", in Donald E. Fair et Robert J. Raymond (dir.), *The Competitiveness of Financial Institutions and Centres in Europe*, (Kluwer, 1994).

on ne réalise pas assez d'études historiques des sociétés, et on ne le fait pas parce que, tout particulièrement dans les fusions acquisitions, la culture dominante est une culture de chiffres. Il ne faut certes pas abandonner les approches quantitatives mais il est indispensable de les compléter par une approche qualitative qui puisse nous apporter une autre vision.

D'où vient la décision ?

Int. : *A posteriori, on sait qu'une fusion a réussi, parfois de façon inattendue, mais comment savoir si une fusion sera un succès ou pas ? Pour moi, le facteur clé d'une réussite est le sentiment que les managers de l'entreprise acquise ont que l'opération sera bénéfique pour elle et pas seulement pour les actionnaires concernés. Or, nous sommes en général tous prisonniers d'une métastratégie consistant à créer des acteurs grandioses, mais comme il y a de moins en moins de cibles, le principal problème est désormais le Post Merger Integration.*

M. K. : Dans le cas de Composites Atlantic, le gouvernement provincial, son second actionnaire, a accepté de continuer à investir dans cette entreprise car il considérait que c'était une bonne chose qu'EADS lui apporte des connaissances et de nouveaux marchés. L'intérêt de l'entreprise, dans ce cas, a été effectivement déterminant pour le succès de la fusion. À l'inverse, à Montréal, on espère que Rio Tinto va bientôt vendre Alcan et que le CEO va changer. Mais le problème est désormais que le prochain acquéreur pourrait bien être chinois, ce qui soulève d'autres inquiétudes.

Int. : *Les deux tiers des fusions acquisitions sont des catastrophes pour les entreprises concernées. Le fait que des gens aussi intelligents fassent autant de bêtises est pour moi une source de perplexité infinie ! Un projet de fusion est toujours présenté sous un jour favorable : les analystes financiers y sont favorables, les consultants sont ravis, les banquiers en attendent des bénéfices substantiels, tout le monde est pour, c'est le monde du rêve. Mais, au bout d'un moment, on replonge dans la contingence et deux réalités plombent le résultat de la fusion. La première touche l'informatique : les systèmes sont souvent incompatibles et plus personne ne s'y retrouve. Or, ce genre de menus détails n'est jamais pris en compte par les grands chefs alors qu'il peut tuer l'opération.*

En second lieu, il y a un cadre de trop à chaque niveau et il faut redistribuer les pouvoirs. Cela donne alors lieu à d'interminables négociations entre des ego menacés. Et, pendant que l'on s'occupe de tout cela, on ne s'occupe pas des clients ! Informatique + clients perdus, voilà une des explications aux difficultés mais à laquelle on ne pense pas parce qu'il n'y a pas de place pour des choses aussi mineures dans les grandes stratégies managériales.

M. K. : Il faudrait aussi s'attacher à analyser les 30 % de réussites pour comprendre comment elles sont parvenues à surmonter ces difficultés.

Int. : *Il existait naguère un large consensus sur le fait que les fusions acquisitions ratent deux fois sur trois. On savait aussi que, quand une fusion rate, c'est l'entreprise acquéreuse qui souffre le plus. D'ailleurs, quand une entreprise annonce une acquisition, son cours en Bourse baisse. Les historiens nous éclaireront à l'avenir sur cette énigme, mais l'on peut d'ores et déjà émettre quelques hypothèses. D'abord, l'insondable légèreté des managers qui mènent des fusions contraires à leur intérêt. Deuxième hypothèse : il n'y a pas deux tiers d'échecs, en dépit du consensus apparent. En y regardant de plus près, ces statistiques sont souvent utilisées par les consultants dans le cadre d'une rhétorique visant à promouvoir leur méthode personnelle, évidemment garante d'une réussite à tout coup ! Troisième hypothèse : beaucoup d'acteurs, consultants ou dirigeant ont des intérêts liés aux banques d'affaires et tous, selon les époques, s'obsèdent sur la taille ou la puissance, craignant que dans un monde globalisé, la fusion soit la seule alternative à la mort. Cela a été le cas pour la fusion Total Elf dont il n'était pourtant pas assuré qu'elle fût rentable.*

M. K. : On constate que ce sont souvent de nouveaux patrons qui se lancent dans une fusion acquisition pour avoir un impact rapide : comme les gouvernements, ils ont cent jours pour faire quelque chose. Une réforme demande cinq ans pour obtenir des résultats, une fusion à

des effets immédiatement pris en compte par les Bourses ! Et, de surcroît, elle est plus facile à mettre en œuvre.

Quant à la règle des deux tiers, elle me paraît également erronée car elle ne prend pas en compte les PME. Alcan a fait énormément de rachats de PME et 90 % d'entre eux ont été des succès. Or, ils ne sont pas pris en compte dans les statistiques parce qu'ils n'ont pas utilisé les services d'un consultant ou d'une banque d'affaires. Ils ne se retrouvent donc pas dans une base de données, ce qui ne veut pas dire pour autant que ça n'a pas marché ! Pour le reste, quand ils ont su attendre le bon moment, ça a marché : les dirigeants d'Alcan ont attendu quinze ans pour racheter British Aluminium au moment optimal. Aujourd'hui, plus aucun PDG n'est disposé à attendre quinze ans pour racheter un concurrent ! La pression des marchés financiers est bien trop forte !

Int. : *Il est important avant toute chose que les dirigeants se connaissent bien, se fassent confiance, les financiers n'intervenant qu'en second lieu. Il est également essentiel que les actionnaires s'intéressent plus au long terme et au qualitatif plutôt qu'au quantitatif.*

M. K. : Il faut également être prêt à reconnaître un échec et à revendre, le cas échéant.

Int. : *Le mot patience est apparu à plusieurs reprises dans ce débat. Mais en économie, on ne voit jamais loin, à la différence de ce qui se passe dans les entreprises familiales parce que pour l'économiste, l'avenir, c'est l'actualisation, c'est-à-dire que tout ce qui se passe dans n années vaut aujourd'hui $1/(1+n)^n$, c'est-à-dire 0 quand n est grand ! En économie, on n'attache donc guère d'importance à ce qui se passera à terme. Dans les entreprises familiales, c'est le contraire : l'important chez les Peugeot, ce sont les enfants qui gambadent dans le salon : « Tu seras chef, mon fils, mais dans longtemps, quand tu seras grand... » Ce sont deux approches incompatibles.*

Int. : *La contribution de l'historien est alors de savoir d'où vient la décision : est-elle prise en interne par un comité de direction qui recherche telle ou telle nouvelle technologie, ou en externe, par la pression de banquiers qui estiment que si l'on ne fait pas tant de chiffre d'affaires, si l'on n'est pas dans les deux premiers régionaux ou mondiaux, on n'a plus sa place sur le marché. Cela amène des fusions acquisitions totalement différentes.*

M. K. : Dans le cas d'Alcan, la décision a été très décentralisée. Ce sont les filiales nationales, qui connaissent le mieux le contexte, et non le siège, qui décident du rachat ou non d'une entreprise locale.

Fusion ou synergies ?

Int. : *Si l'on fait l'histoire d'une fusion acquisition, le risque est que l'on perde de vue une partie des flux. Lorsqu'une entreprise change de main, il y a de grosses quantités d'argent qui circulent et qui s'en vont hors de l'entreprise. On pourrait dire qu'une fusion acquisition est une réussite quand le vendeur a vendu très cher et il est très difficile de déterminer qui en sont les réels bénéficiaires parce qu'une telle opération est souvent l'occasion idéale pour évaporer une partie de l'argent de l'entreprise sous forme de plus-values pour ses actionnaires, au risque de sacrifier les salariés. Sur une longue période, les plus-values peuvent être supérieures aux bénéfices réels et c'est sur ce point que jouent les sociétés de private equity. Est-ce que cela a été étudié ?*

M. K. : Je ne connais pas de travaux portant sur cet aspect des fusions acquisitions. Mon approche porte plutôt sur l'incapacité à mobiliser toutes les ressources que porte en elle une fusion acquisition. Je crois que c'est là la plus grande perte : ne pas voir la vraie valeur de l'entreprise qui n'est considérée que sous l'angle de la création de valeur pour l'actionnaire et non sous celui de la valorisation de son contexte et des synergies et compétences qu'elle réunit.

Int. : *Les synergies relèvent d'une intimité sociotechnique. Renault et Nissan, en cinq ans d'une collaboration qui paraissait sur ce point vouée au succès, n'ont jamais réussi à créer une fourgonnette en commun. Les deux équipes étaient chacune parfaitement compétente*

mais les fourgons français, japonais et américains sont des objets complètement différents. Et Carlos Ghosn, qui connaissait bien les deux entreprises, savait pertinemment que ç'aurait été un miracle si nous y étions parvenus. Les entreprises fusionnent parce qu'elles s'imaginent que les synergies sont quelque chose de simple !

Chez Renault Nissan, nous avons donc choisi de ne pas fusionner. Nous sommes deux entreprises indépendantes avec chacune ses propres organes de direction et le partenariat est fondé sur le respect mutuel, la confiance et la transparence. Bien sûr, ce sont des mots, mais ils ont une énorme importance. Si vous regardez ce qui s'est passé depuis 1999, date de cette alliance, nous avons créé de la valeur pour les deux entreprises et pour leurs actionnaires. Il y a donc d'autres formes de rapprochement que les fusions acquisitions et qui peuvent parfois être plus efficaces. C'est également le cas de l'alliance Air France – KLM. La coopération stratégique que Renault Nissan développe aujourd'hui avec Daimler, qui a tiré les leçons de l'échec de sa fusion avec Chrysler, vise à terme à une alliance élargie sur ce modèle. Il serait donc intéressant d'étudier les scénarii alternatifs aux fusions acquisitions.

M. K. : Quand on parle fusions acquisitions, on recouvre effectivement sous ce terme une grande variété de processus complexes.

Int. : *Deux fusions acquisitions sont des réussites remarquables : AXA/UAP et BNP/Paribas. Dans les deux cas, les entreprises absorbantes ont déployé une énergie et un travail considérables pour connaître les entreprises absorbées. Et elles n'ont surtout pas touché à ce que les entreprises absorbées réalisaient mieux qu'elles, alors qu'elles en ont annihilé les secteurs moins performants. Le succès dans le cas des fusions acquisitions est violent alors que les négociations doucereuses ne marchent jamais.*

Int. : *J'ai l'expérience d'une PME d'agroéquipements créée il y a plus de quarante ans par le rapprochement à 50/50 des entreprises de deux partenaires complémentaires. Plusieurs années après, alors que leurs fils leur ont succédé, on constate que les deux sociétés initiales n'ont jamais réellement fusionné : chaque entité travaille indépendamment de l'autre, avec ses propres équipes sur des territoires différents. Mais cette société a quadruplé son chiffre d'affaires, bénéficie d'une trésorerie qui dépasse les capitaux propres et réalise des résultats pléthoriques.*

Le public à la mode du privé ?

Int. : *Avez-vous connaissance de travaux sur les fusions d'entités publiques, comme la création de Pôle Emploi par la fusion de l'ANPE et des ASSEDIC ? Ces fusions sont désormais toujours présentées comme des évidences, alors qu'appliquer au secteur public des solutions issues du monde des entreprises peut s'avérer parfaitement calamiteux.*

M. K. : C'est un phénomène récent sur lequel les historiens n'ont, à ma connaissance, pas encore travaillé. Il existe des études sur les fusions des banques ou des télécoms dans les pays nordiques. Dans ce dernier cas, cela n'a pas été un succès car les gouvernements ne se sont pas accordés entre eux. Il y a également en préparation en Finlande une vaste fusion de trois grandes universités et une recherche participative est en cours sur ce sujet. Mais cette fusion apparaît déjà comme un échec, malgré les sommes importantes allouées par le gouvernement, du fait des identités très fortes impliquées dans le projet.

Présentation de l'orateur :

Matthias Kipping : a obtenu son doctorat en histoire contemporaine à l'université de Munich en Allemagne et, après avoir tenu des postes au Royaume Uni et en Espagne, il est professeur en stratégie et titulaire de la Chaire de l'histoire des entreprises à la Schulich School of Business de l'université York à Toronto au Canada ; ses recherches plus récentes portent sur le développement et le rôle des consultants en gestion et des écoles de commerce ; il travaille sur un projet de recherche sur les fusions et acquisitions et leurs conséquences à long terme.

Diffusion octobre 2010