

Directrices de collection
Évelyne Poincelot et Kirsten Burkhardt-Bourgeois

Études de cas

INGÉNIERIE FINANCIÈRE

Les opérations de restructuration
Analyse des enjeux

Coordonné par
Évelyne Poincelot et Kirsten Burkhardt-Bourgeois

ellipses

Section 1: Une opération de rapprochement avec disparition de société: les opérations de fusion

Cas n° 1.

Les opérations de fusion: une industrie mobilisée par d'importants enjeux financiers, un processus délicat et des résultats contrastés

Isabelle CHAMBOST

Résumé

Ce chapitre propose de fournir les premières bases permettant d'analyser les enjeux des opérations de fusion à travers l'étude des mécanismes mis en œuvre, à la fois économiques, financiers ou comptables.

Cette opération de regroupement entre plusieurs sociétés (l'article L. 236-1 alinéa 1^{er} du Code de commerce) conduit, contrairement à une « simple » acquisition de titres, à la disparition/dissolution de la société « absorbée » qui transmet ainsi tout son patrimoine (« transmission universelle ») à une société existante (« l'absorbante »). En cas de transmission partielle (et donc de non-dissolution

de la société existante) l'opération consiste en un « **apport partiel d'actifs*** ». Les opérations de « **fusion-absorption*** » représentent la forme la plus courante de fusion, qui peut également s'opérer par création d'une nouvelle société (« **fusion-crédation*** »). L'opération de fusion se distingue, par ailleurs, des « **opérations de scission** ». Lors de ces dernières, la société cible (ou initiale) disparaît mais son patrimoine est alors éclaté (scindé) entre plusieurs autres entités.

Pour rémunérer cette transmission de patrimoine, la société « absorbante » ne remet pas de l'argent, comme cela peut être le cas pour une acquisition, mais émet des titres destinés aux anciens actionnaires de l'absorbée, qui deviennent ainsi actionnaires de « l'absorbante ». Les fusions concentrent donc des enjeux en termes financiers mais également en termes de pouvoir. Économiquement parlant les fusions sont communément rapprochées des « acquisitions » (de titres, entraînant le contrôle), selon la terminologie anglo-saxonne consacrée « **Mergers and acquisitions** » (M&A). Les « **fusions-acquisitions** » regroupent ainsi les opérations induisant une modification du contrôle de la cible.

- **Que recherchent les principaux protagonistes initiant et s'impliquant dans ce type d'opération ?**
- **Comment s'opère le processus de fusion, quelles sont les principales caractéristiques comptables et financières de ces opérations, comment en décrypter les enjeux ?**
- **Les fusions dégagent-elles les résultats attendus ?**

Nous répondrons à ces questions en analysant, dans une première partie, comment s'est développée et structurée cette industrie financière, dans une deuxième partie la multiplicité des enjeux de ces opérations avant d'étudier, dans une troisième partie, la manière dont le processus de fusion se déroule d'un point de vue comptable et financier.

I. Une industrie financière d'ampleur, fer de lance des banques d'investissement

Si les fusions sont fréquemment présentées comme émanant des dirigeants d'entreprise dans une perspective d'ambitions stratégiques, la forte croissance, ces dernières décennies, du marché des fusions-acquisitions, par essence éminemment cyclique, souligne le rôle central des initiateurs et conseillers que sont les banques d'investissement ainsi que leur inscription/participation à la formation des bulles spéculatives afférentes.

1. Des opérations s'inscrivant dans différentes vagues historiques, d'ampleur grandissante

Apparu aux États-Unis à la fin du XIX^e siècle (Leibovici, 2015), le marché des fusions a enregistré plusieurs vagues, marquées par les conditions macro-économiques (périodes de reprise d'après-guerres versus crises économiques) et des encadrements juridiques, et il est porté, selon les périodes, par différents secteurs. La première des sept vagues nord-américaines se distingue par la volonté de constitution de monopoles (*United Steel, Standard Oil, General Electric*) dans un contexte de révolution industrielle (1887-1904). L'édiction des lois antitrust (le Sherman Antitrust Act de 1890 fut appliqué pour la première fois en 1911 au secteur pétrolier) conduit par la suite à la recherche de vecteurs de croissance par des concentrations verticales notamment dans l'automobile (1916-1929), par la constitution de conglomérats (fin des années 50s-1973) puis par des opérations de désinvestissement et de recentrage sur le cœur de métier dans les secteurs du pétrole, du textile ou de l'agro-alimentaire (les années 80s). En France, les opérations de fusions-acquisitions ne sont initiées qu'à partir des années soixante, soutenues par le gouvernement de l'époque dans la perspective de constitution de groupes nationaux d'envergure. La seconde vague s'inscrit dans la seconde moitié des années quatre-vingt, à la faveur de la déréglementation des marchés financiers et des politiques de recentrage et de privatisation.

La vague des fusions durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix marque un tournant par sa dimension mondiale et les montants engagés, évalués à 5,9 milliards de \$ aux États-Unis, soit cinq fois plus que la vague précédente, centrés sur les secteurs des médias et des télécoms, de la banque, de l'immobilier et du tourisme. Elle est portée par la déréglementation de différents secteurs économiques, par la privatisation de grandes sociétés européennes ainsi que par le développement de nouvelles technologies. Elle bénéficie également amplement de la constitution de la zone euro, qui attire, en Europe, nombre d'investisseurs institutionnels nord-américains. Participant à l'importante bulle financière qui s'est alors développée, ces opérations sont stoppées net, au début des années deux mille, par l'éclatement de cette dernière. Elles reprennent cependant avec la même vigueur, et le même dénouement lors de la bulle spéculative suivante (2003-2007), attisées par la faiblesse des taux d'intérêt qui favorise le recours à l'endettement. Le montant cumulé des opérations réalisées atteint ainsi 4,4 Md€ aux États-Unis (et 0,35 Md€ en France).

Cette bulle se caractérise par l'apparition de nouveaux acteurs, aux côtés des acteurs industriels, en l'occurrence des investisseurs financiers qui seront rejoints, plus nettement à partir des années 2010, par les « **fonds de capital-investissement** » (*Private Equity*) et de « **capital-risque** » également à la recherche de la forte progression de la rentabilité susceptible d'être affichée (et réalisée à court terme) à travers une croissance externe (cf. Cas LE/NE ci-après). Ces nouveaux acteurs participent

amplement à la reprise du marché mondial qui s'opère à partir de 2010 et plus nettement à partir de 2014 (dès 2015 ce marché retrouve son niveau de 2007) et triomphe en 2021, grâce notamment aux innovations financières telles que « les sociétés d'acquisition à vocation spécifiques » (*Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) (Bain, 2022). Ces sociétés cotées en Bourse sont créées environ pour deux ans afin de réaliser des opérations de fusions et d'offrir théoriquement des rendements élevés à très court terme.

Dopée depuis 2014 par des conditions macro-économiques favorables et ces nouveaux acteurs, la croissance de ce marché s'accompagne d'une progression des multiples de transaction : alors que les montants en valeur progressent, le nombre de transactions réalisées diminue (Bain, 2022). Les opérations d'ampleur deviennent cependant plus finement scrutées par les régulateurs, plus actifs dans le rejet d'opérations susceptibles de conduire à l'édiction de monopoles : en 2019 l'antitrust fait appel d'une décision de justice contestant son rejet de la méga fusion ATT et Time Warner et rejet par la Commission européenne de la fusion Alstom-Siemens. Ces décisions se heurtent cependant également à la volonté de constitution de « champions régionaux » (européens).

2. Le rôle central des banques d'affaires

Rémunérées au pourcentage des montants engagés, les banques d'investissement bénéficient et participent activement à ces envolées (Boussard et Dujarier, 2014), en tant qu'initiatrices de ces rapprochements. Elles apportent ainsi leurs conseils en matière stratégique et financier pour le montage de l'opération (réalisation de *business plan*, valorisation, conseils dans les négociations) mais également pour son financement, même si, *a priori*, les départements *corporate* des banques sont censés travailler en découplage total avec les départements dédiés aux financements (recours à l'endettement, à différents quasi-fonds propres, dettes *mezzanine*...).

Sur le plan mondial, l'oligopole restreint, composé de Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan et Citigroup qui se disputent les quatre premières places du classement, pèse pour plus de 80 % du marché. Fortement présents également en Europe, ils y sont rejoints dans le haut du classement par Bank of America-Merrill Lynch, Crédit Suisse, la banque Lazard et UBS et, en France, par des banques universelles comme BNP Paribas. Les modalités des rémunérations des banques d'affaires et des bonus de leurs salariés incitent évidemment à des valorisations élevées ainsi qu'à une multiplication des opérations, participant par là-même à l'envolée afférente des cours boursiers. Nous verrons par la suite que la question du « succès » effectif de ces opérations, tant pour l'économie dans son ensemble que pour les entreprises elles-mêmes, est difficile à appréhender et n'est pas forcément au rendez-vous.

Il est par ailleurs important de souligner le poids financier pris par les grands fonds de *Private Equity* dans ces opérations, groupes dont les valorisations boursières (et les rémunérations de leurs dirigeants) dépassent largement celles des

banques d'investissement grâce à la valorisation certes d'actifs délaissés mais également en tant que premiers bénéficiaires des politiques à faible taux des banques centrales et moins soumis aux contraintes réglementaires s'imposant aux banquiers, aux assureurs et aux *assets managers* traditionnels.

3. Le poids d'une industrie, intégrant les professions du chiffre et du droit

Les fusions-acquisitions mettent en jeu des considérations stratégiques, financières, comptables et juridiques en relation avec les enjeux stratégiques et financiers afférents. Les banques d'investissement orchestrent également les interventions nécessaires des professions du chiffre (experts-comptables et commissaires aux comptes et notamment les quatre grands cabinets de conseil Ernst & Young, KPMG, Deloitte, PwC) lors de la réalisation des examens approfondis de la cible (vérifications de conformité) dans les domaines financiers mais également sociaux, fiscaux, assurantiels (*due diligences*) ainsi que lors de la certification des apports et de leurs rémunérations afférentes. Les professions du droit (avocat d'affaires, conseillers juridiques et fiscaux) sont également sollicitées pour la réalisation de montages juridiques liés à l'opération, des *due diligences* juridiques (droits de propriété notamment) ainsi qu'en raison d'un processus de fusion très encadré entre divulgation des informations de la part de la cible et engagement de la part de la société acquéreuse.

Ce dernier se décompose ainsi entre les investigations préliminaires (analyses stratégiques et financières des opportunités) conduisant aux premières prises de contacts (envoi d'un document de présentation anonyme « *teaser** » diffusé par la banque-conseil aux acquéreurs potentiels puis de « *mémorandum d'information** » en contrepartie de la signature d'accords de confidentialité) et à la réception, en retour, aux « *offres indicatives** » (lettres d'intention). Ces dernières ouvrent les phases d'examen approfondies (réalisation de *due diligences*, gestion des *data rooms**, visites) aboutissant au dépôt « *d'offres fermes* ». Les conditions sont alors négociées dans le cadre d'une période d'exclusivité (et de nouvelles *due diligences*) dans la perspective de la signature d'un « *protocole de cession** » (*Sell & Purchase Agreement** (SPA)). La réalisation de la vente « *le closing** » s'opère après l'obtention des autorisations légales en vigueur et la levée de conditions suspensives (approbation des autorités boursières, accord des autorités de la concurrence, approbation de l'État dans le cas du contrôle des investissements étrangers).

Dans le cadre d'opérations de moindre ampleur, les cabinets d'audit prennent en général la place des banques d'affaires, en tant qu'initiateurs et organisateurs des opérations. On constate également, en France, le développement d'une myriade d'organisations financières indépendantes, plus ou moins stables, dans ce champ (Thine, Tadjeddine, 2020).

Il est intéressant en conclusion de souligner que l'importance des honoraires ainsi réalisés a conduit tant le normalisateur comptable américain que l'IASB à

rendre obligatoire leur comptabilisation en charges dans le compte de résultat à partir de 2008 au lieu de pouvoir les déduire, de manière plus « indolore », du goodwill dégagé par ces opérations.

II. Des objectifs stratégiques à une recherche de performance financière à court terme

1. Des objectifs stratégiques à l'échelle d'une entreprise ou d'un secteur

Dans leurs versions offensives, les fusions concentrent les avantages de la croissance externe apportant à la société acquéreuse (et à ses dirigeants) un pouvoir économique appréciable, en peu de temps, utilisable à la fois dans ses négociations amont, vis-à-vis des fournisseurs, qu'en aval, vis-à-vis de ses clients et plus largement vis-à-vis des pouvoirs publics, des acteurs financiers... Comme développées précédemment, elles s'inscrivent dans des manœuvres stratégiques qui ont eu leurs heures de gloire selon les périodes, permettant à un groupe de se positionner sur une stratégie de filière par une intégration amont ou aval (années 50s, 60s et 70s), de se développer en se recentrant sur son métier d'origine et en absorbant les concurrents existants (années 80s et 90s), d'aborder de nouveaux marchés ou de proposer de nouveaux produits en opérant une diversification géographique ou technologique, en contournant d'éventuelles barrières à l'entrée réglementaires.

Les fusions permettent par ailleurs, pour les entreprises acquises, que leur(s) activité(s) se poursuive(nt) en s'appuyant sur des moyens financiers, en gestion, en recherche, plus importants.

Ces stratégies peuvent également se structurer au niveau d'un secteur. Jusqu'au début des années 2000, la stratégie des firmes pharmaceutiques reposait sur le développement d'une R&D en interne, axée sur la chimie, et le développement de liens étroits avec le secteur académique permettant de minimiser les coûts d'obtention des équipements et de nouvelles molécules. L'orientation vers les biotechnologies a remis en cause ce modèle intégré, conduisant à la restructuration de leurs services internes de R&D et à l'acquisition de start-ups financées par les fonds de capital-risque et le Nasdaq. Les spirales spéculatives initiées sur le prix d'acquisition des nouvelles molécules se répercutent alors de manière importante sur le prix des médicaments (Bourgain et *alii*, 2021).

Dans leurs versions défensives, les fusions peuvent permettre, dans des secteurs matures, de diminuer la pression concurrentielle ou, dans des secteurs à fortes économies d'échelle, d'obtenir une taille critique.

2. Des considérations d'ingénierie fiscales et financières

Les fusions, comme nous le développerons par la suite, sont aussi l'occasion de réévaluer parfois considérablement, les actifs de l'entreprise absorbée, à travers la matérialisation de plus-values sur les actifs existants, la reconnaissance d'actifs incorporels (marques, parts de marché...) voire la comptabilisation d'un goodwill. Cette réévaluation peut conduire à modifier le sens de la fusion pour que finalement la société absorbée soit celle présentant davantage de plus-values latentes. La réalisation de la fusion permettra en effet leur reconnaissance au bilan entraînant, de manière concomitante, l'augmentation afférente des capitaux propres. Il peut ainsi se produire que ce soient les actionnaires de l'entreprise absorbée dont l'actif net (des dettes) est susceptible d'être réévalué, qui prennent alors le contrôle de la nouvelle entité fusionnée. La **fusion** est alors qualifiée « **à l'envers** ». Comme nous le verrons par la suite, la réalisation d'une fusion à l'envers permet à une société de prendre le contrôle d'une autre en réévaluant son propre patrimoine (et non celui de l'absorbée).

Cette réévaluation (et ce quel que soit le type de fusion à l'œuvre), soulève également la question des modalités éventuelles d'imposition de ces plus-values. En France, selon le droit commun, les fusions (et les opérations associées) entraînent pour la société absorbée, les conséquences fiscales inhérentes à la cessation d'activité (comme des impositions immédiates) et pour la société absorbante, le paiement des droits d'apports liés à une transmission de patrimoine de la société absorbée vers la société absorbante. Le régime de faveur qui rend ces opérations fiscalement neutres ne peut être appliqué que si la fusion présente un réel intérêt économique (renforcement du poids sur le marché, réalisation d'économies d'échelle, etc.) et n'a pas pour unique objectif la revalorisation du patrimoine. Les entreprises peuvent s'exonérer des conditions afférentes en utilisant des déficits fiscaux antérieurement accumulés par l'absorbée ou l'absorbante.

Nous verrons que, dans les situations où la valorisation des actifs ne donne pas lieu à un processus d'évaluation contradictoire, les règles fiscales françaises permettant de bénéficier du régime de faveur, ont encadré, à partir de 2005¹, les modalités de réalisation des fusions d'entités au sein d'un même groupe ainsi que les fusions à l'envers. La recherche d'amélioration de la situation financière d'un groupe tout en limitant les conséquences fiscales inhérentes peut également avoir comme conséquences, si ce n'est comme objectif, de diminuer la participation des salariés, dont la base de calcul repose sur le résultat fiscal.

1. Règlement CRC 2004-01 et avis 2005-C du CU du CNC (Titre VII du PCG).

Le cas WKF

La société Wolters Kluwer France (Liaisons Sociales, les éditions Lamy...) avait mis en œuvre un montage financier LBO* (« Opération Cosmos ») conduisant à acquérir d'autres sociétés du groupe et leurs filiales, puis à opérer des fusions-absorptions entre elles. Pour financer ces acquisitions, la société WKF s'était endettée, à hauteur de 445 M€, sur quinze ans, auprès de sa maison mère. La dégradation des comptes qui s'en suivit réduisit à néant à partir de 2008 la participation des salariés, représentant selon les années entre 1,5 et 2 mois de salaires.

La Cour d'appel de Versailles, par un jugement du 2 février 2016 (n° 15/01292), avait jugé que l'opération de restructuration Cosmos est constitutive, en raison du taux de l'emprunt jugé trop élevé et de son caractère fiscalement très avantageux, « d'une manœuvre frauduleuse à l'égard du comité d'entreprise et des salariés et à tout le moins d'un abus du droit » et était donc inopposable aux salariés dans ses effets sur le montant de la réserve spéciale de participation. Elle condamnait ainsi les deux sociétés WKF et Holding WKF à reconstituer une réserve spéciale de participation pour les exercices 2007 à 2022 au sein de la société WKF, insistant surtout sur les manœuvres utilisées pour dissimuler l'opération au comité d'entreprise.

Par un arrêt du 28 février 2018 (n° 16-50.015, Société Wolters Kluwer France), la Cour de cassation a annulé l'arrêt de la Cour de Versailles au motif que les syndicats n'avaient pas remis en cause la sincérité de l'attestation du commissaire aux comptes de la société. La Cour de cassation concluait alors au rejet de leur action quand bien même elle serait fondée sur la fraude ou l'abus de droit invoqué à l'encontre des actes de gestion de la société.

3. Les origines de la valeur anticipée par une fusion: entre synergies anticipées et gestion du processus de post-fusion

D'un point de vue actionnarial, l'opération de fusion n'est intéressante que si elle permet de dégager un résultat par action, pour l'entité fusionnée, supérieur à la somme des deux précédemment réunis (et ce indépendamment des éventuels effets de leviers liés à un financement par endettement).

La communication en matière de synergies est donc particulièrement stratégique tout en étant difficile à vérifier *a posteriori* et ce d'autant que les coûts de l'adaptation des organisations post-fusion sont très souvent sous-estimés. D'un point de vue théorique, les synergies peuvent provenir de multiples sources: économies d'échelle (R&D, équipements et systèmes d'information, réseau marketing, logistique, etc.) reposant sur des augmentations de volumes, gains en termes