

Les Fusions- Acquisitions En Tant Que Mode De Croissance Externe Des Entreprises.

Lotfi LEMRAJNI

Centre de recherche IRSM

(Informatique, Réseaux, Sécurité et Management)

Institut Supérieur de Management d'Administration et de Génie Informatique

Rabat, Maroc

Résumé :

Nous présentons dans ce papier le phénomène des fusions acquisitions en tant que choix stratégique privilégié par les entreprises pour leur croissance externe, dans l'objectif d'accélérer ou de renforcer leur développement. L'importance de ces opérations nous a amené, à nous interroger sur un certain nombre de points, liés notamment à leur naissance et leur évolution. Par ailleurs, il nous a paru opportun de cerner les causes et les motivations des fusions, ainsi que leurs formes et typologies.

Mots clés : Fusions-acquisitions, croissance externe, formes des fusions, motivations des fusions, typologie des fusions.

Abstract:

We present in this paper the phenomenon of mergers and acquisitions as a strategic choice favored by companies for their external growth, with the aim of accelerating or strengthening their development. The importance of these operations has led us to question a certain number of points, notably linked to their birth and their development. In addition, it seemed appropriate to identify the causes and motivations of the mergers, as well as their forms and typologies.

Keywords: Mergers and acquisitions, external corporate growth, forms of mergers, motivations for mergers, typology of mergers.

Les mouvements des fusions acquisitions, en tant qu'outil de mise en œuvre des stratégies de croissance externe, ont connu une évolution spectaculaire aux fils des années, surtout aux Etats Unis et puis en Europe, et ceci, pour plusieurs raisons.

Ceci étant dit, les objectifs de cet article sont multiples : allant de l'étude longitudinale traçant les dates marquantes de l'évolution des fusions acquisitions sur le plan international, à la présentation de leurs typologies ainsi que les différentes formes de leur mise en œuvre, en passant par leurs principales sources de motivations.

Date of Submission: 20-06-2020

Date of Acceptance: 10-07-2020

I. L'évolution des fusions acquisitions à travers l'histoire

Pas une journée ne passe sans lire dans les quotidiens ou dans les hebdomadaires spécialisés, l'annonce d'un nouveau rapprochement entre deux sociétés. Lors des diverses lectures sur le sujet, il apparaît que ce phénomène est loin d'être récent. La frénésie des fusions / acquisitions n'est pas nouvelle.

Un aperçu de l'histoire économique montre clairement l'existence de vagues de fusions / acquisitions. Année après année, les chiffres battent des records. Ce phénomène a connu des périodes « d'effet de mode », où cette solution était synonyme d'amélioration de la situation de l'entreprise, d'augmentation des revenus et du pouvoir de marché.

Depuis un siècle, l'économie européenne et mondiale n'a cessé d'évoluer et de stagner, au gré des crises économiques et pétrolières. Il est difficile de réunir des statistiques complètes dans le domaine ; cependant on constate trois grandes vagues majeures de fusions / acquisitions au cours du siècle passé, dont deux communes aux États-Unis et à l'Europe.

Pour apprécier à sa juste valeur l'évolution et l'importance de ce phénomène économique que sont les fusions / acquisitions, il est nécessaire de se pencher sur l'histoire et de procéder à des comparaisons.

1. La vague des fusions horizontales entre 1883-1904

Cette première vague de fusions intervient aux États-Unis suite à l'évolution des infrastructures telles que les transports ferroviaires, les moyens de communications et le développement des technologies de

production. Ces dernières favorisent une plus large circulation des marchandises et élargit la taille du marché potentiel. Les entreprises régionales se transforment en entreprises nationales.

Standard Oil Company créée par John D. Rockefeller à Cleveland est l'exemple type des fusions de cette époque. L'industrie du raffinage est à cette période décentralisée, et la part du marché du pétrole raffiné de Rockefeller est inférieure à 4%, avec plus de 250 concurrents aux USA. John D. Rockefeller et Flagler fondent la *South Improvement Company* pour réunir les envois de pétrole sur les chemins de fer, permettant ainsi à ceux qui participent à l'alliance d'extorquer des tarifs incroyables aux barons du rail. En 1872, la société regroupe 20 des 25 raffineurs existant dans la région de Cleveland.

Les vingt années qui suivirent se résument en une centaine de rachats faits par la société pour contrôler à la fin du XIX siècle, près de 90% du volume de pétrole raffiné aux États-Unis.

Cette première vague est paralysée par la récession de 1904 et la mise en place d'une politique antitrust pour sauvegarder la concurrence.

2. Les vagues des fusions : du renforcement des structures oligopolistiques aux conglomérats aux USA :

La vague des fusions des années vingt se développe avec le retour de la croissance. Les mouvements de concentration de cette époque ont pour objectif de consolider les positions des firmes et représentent souvent une expansion des activités dans de nouveaux domaines. Les secteurs les plus concernés ne sont plus les industries lourdes mais l'agroalimentaire, l'industrie chimique, l'électricité et les banques.

En Europe, depuis le début du XIX^{ème} siècle, l'ensemble des nations est concerné par des opérations de concentration. Ces dernières sont dues aux développements de techniques de production de masse.

La crise de 1929 achève cette seconde vague de fusions / acquisitions.

Avec l'apparition de l'acte de Celler-Kefauver *Antimerger Act*¹, permettant au gouvernement américain d'intervenir dans n'importe quelle fusion afin de diminuer l'effet de la concurrence et empêchant ainsi les monopoles, les entreprises choisissent d'autres stratégies de développement. En effet, durant cette période, la croissance externe des entreprises passe par des fusions conglomérales. Il ne s'agit plus de transactions horizontales ou verticales, mais d'opérations de diversifications. Ceci afin de varier les risques et de réaliser des synergies. Les sociétés cherchent à se protéger contre l'évolution de la concurrence et à stabiliser leurs profits. L'essor de la forme d'organisation multi-divisionnelle et l'apparition des holdings favorisent également cette stratégie.

Un des principaux exemples de ce type de fusion / acquisition est l'entreprise *General Electric*, une des pionnières en matière de diversification.

En Europe, la mode est aux fusions / acquisitions horizontales. Ceci afin de permettre aux entreprises d'atteindre des tailles respectables pour affronter le nouveau marché européen. Suite à l'application de la première phase du traité de Rome, qui consiste en une réduction progressive des droits de douane entre États membres, les entreprises doivent se fortifier et augmenter leur compétitivité.

Cette vague sera stoppée en 1973 par le premier choc pétrolier et la forte crise boursière qui lui succède.

3. Les années quatre-vingts : le développement des fusions hostiles aux USA et accélération en Europe

Cette vague de fusions / acquisitions s'opère dans un contexte de mondialisation croissant qui pousse les économies des différents pays vers un rapprochement inévitable.

Afin d'analyser cette période, il est important de la fractionner en deux parties, de 1980 à 1985 et de 1986 à 1992.

3.1. La première période : entre 1980 à 1985

Sur le nouveau continent, cette quatrième vague consiste principalement à recentrer les entreprises sur leur métier de base en délaissant les activités annexes. La diversification n'est à cette époque plus considérée comme la « panacée » pour garantir une bonne rentabilité. « Recentrage » devient le maître mot de la stratégie des entreprises. La modernisation des marchés financiers ouvre la porte aux fusions / acquisitions hostiles.

En Europe, les objectifs poursuivis restent l'amélioration de la compétitivité et le gain de parts de marchés sur le plan international, avec un fort accroissement des fusions / acquisitions horizontales. Un certain ralentissement des fusions se fait sentir correspondant à la consolidation des opérations menées précédemment et aux chocs pétroliers de 1973 et 1979.

3.2. La deuxième période : entre 1985-1992

¹ Celler-Kefauver Act is a United States federal law passed in 1950 that reformed and strengthened the Clayton Antitrust Act of 1914 which had amended the Sherman Antitrust Act of 1890.

Les États-Unis font face à l'apparition d'investisseurs financiers utilisant la technique du LBO. Ces opérations sous forme de *bust-up mergers* consistent à acquérir une société pour ensuite la revendre par activité.

L'Europe, quant à elle, est marquée par une accélération des fusions / acquisitions à partir de 1986 et ce phénomène se constate principalement dans l'Hexagone. Outre une nette amélioration de la structure financière des entreprises (taux de marge, autofinancement) on constate en France par exemple, une large volonté de l'Etat de constituer des « champions nationaux ». Les grands groupes publics participent activement à ce dynamisme à l'image d'Usinor-Sacilor² ou Rhône-Poulenc³.

La masse de fusions / acquisitions en Europe est largement due à l'internalisation croissante des économies et plus précisément au passage au marché unique européen qui ouvre de nouvelles approches en termes de marchés et de financements.

En résumé, cette période s'inscrit dans un revirement de situation, le contrecoup des fusions /acquisitions conglomérales des années 60 se fait ressentir, et des limites de rentabilité commencent à apparaître. En l'espace de 15 ans, les stratégies d'entreprises se sont orientées dans des sens totalement opposés.

II. Les principales théories de motivation des fusion- acquisition

1. Les fusions acquisition : tentative de définition

« Les fusions-acquisitions sont des opérations de regroupement ou de prises de contrôle d'entreprises cibles, réalisées par l'intermédiaire d'un achat ou d'un échange d'actions. »⁴

Par commodité de langage, toute croissance externe, de type fusion ou acquisition, est nommée indifféremment par un vocable unique, « fusion-acquisition », ce qui risque d'induire une confusion importante. De ce fait, il s'avère intéressant de définir chaque concept d'une manière séparée afin de détecter les différences entre ses concepts et éventuellement les similitudes.

La fusion peut se présenter comme le rapprochement de deux entités indépendantes, dont l'objectif est de créer un nouvel ensemble, elle peut aussi s'agir d'une absorption d'une entité par une autre.

En droit marocain le législateur n'a pas défini la fusion, néanmoins il a cité les diverses sortes de fusion. L'article 222 de la loi n°17-95, stipule que « une société peut être absorbée par une autre société, ou participer à la constitution d'une société nouvelle par voie de fusion. Elle peut faire apport d'une partie de son patrimoine à des sociétés nouvelles ou à des sociétés existantes par voie de scission. Elle peut enfin faire apport de son patrimoine à des sociétés existantes ou participer avec celles-ci à la constitution de sociétés nouvelles par voie de scission-fusion... ». Ce texte identifie trois cas de figures :

La 1^{ère} figure est la fusion de deux sociétés indépendantes A et B qui mettent en commun leurs patrimoines, l'objectif étant de créer une nouvelle société. Il peut s'agir aussi, d'une fusion-absorption, ou la société absorbée « A », dissoute, transmet son patrimoine entier à la société absorbante « B » ;

La 2^{ème} figure est la fusion par apport partiel du patrimoine : il s'agit du fractionnement du patrimoine de la société A⁵ dont une partie sera transféré à la société B ;

La 3^{ème} figure est la Scission-fusion : c'est l'opération qui consiste à partager le patrimoine d'une société A entre plusieurs sociétés existantes ou nouvelles, entraînant par la même occasion la disparition de la société A.

Globalement, toutes les sortes des fusions s'accordent sur le fait que les opérations de fusion impliquent la confusion des patrimoines et la mise en commun au sein d'une même personnalité morale l'ensemble de l'actif et du passif des deux sociétés concernées. Il est à signaler aussi que dans le cas de fusion, souvent les sociétés concernées ont des tailles très proche, ce qui implique un certain égalitarisme dans l'harmonisation technique, procédurale, structurelle, organisationnelle et culturelle essayant par-là de garder les meilleures pratiques des deux organisations, on parle alors de fusion-égalitaire, La transaction est réalisée par échange d'actions. Il n'y a donc pas de prime à payer. Le point réside donc dans la fixation de la parité d'échange

Il est à noter que les opérations de fusions-acquisitions ne sont pas des pratiques exclusives de la croissance externe et peuvent par conséquent servir d'autres objectifs. C'est le cas par exemple d'une fusion entre deux sociétés d'un même groupe, dans le but de rationaliser la gestion des activités aux plans administratif et juridique. Dans ce cas, le regroupement relève d'une logique de fusion, sans qu'il y soit pour autant question d'une politique de croissance externe. Il s'inscrit avant tout dans une perspective de réorganisation interne, où l'entreprise cherche à combiner des ressources déjà en sa possession

² Organisme de prévoyance sociale institution de retraite complémentaire, Implantée à SAINT DENIS, elle est spécialisée dans le secteur d'activité des caisses de retraite.

³ Rhône-Poulenc (RP) était un groupe chimique et pharmaceutique d'origine française issu en 1928 du rapprochement de la Société chimique des usines du Rhône et des établissements Poulenc frères.

⁴ Olivier Meier, Guillaume Schier (2009), *Fusions Acquisition*, 3^{ème} édition, DUNOD, Paris.

⁵ A la différence de la fusion, la société A continue d'exister après l'opération de scission.

2. Les motivations théoriques des fusions-acquisitions (F-A) :

Face à la croissance fulgurante des opérations de F-A, une question se pose : quelles sont les motivations qui incitent les entreprises à procéder à de telles opérations? Si la réponse explicite ne se trouve pas dans la théorie du contrôle (*corporate control*), elle est néanmoins fournie par d'autres théories. Cette section sera consacrée à la présentation des différentes approches théoriques qui traitent de la question. Notre but n'étant pas de faire une analyse approfondie de ces théories, nous passerons en revue leurs principaux apports en mettant l'accent sur celles orientées vers les intérêts des actionnaires.

Tableau 1 : motivations théoriques des F-A

Théorie	Mécanismes
Théorie de l'efficacité	Recherche de synergie
Théorie de l'agence	Rôle disciplinaire
Hypothèse de l'hubris	Confiance excessive des dirigeants
Théorie du monopole	Barrière à l'entrée
Asymétrie informationnelle	Information privée détenues par les dirigeants
Théorie du Raider	Transfert de richesse des actionnaires de la cible vers ceux de l'acquéreur
Théorie de construction d'empire	
Théorie du processus	

Source :Trautwein (1990)⁶,

2.1. Les effets des synergies et la théorie de l'efficacité :

Selon la théorie de l'efficacité, les effets de synergies sont les principaux objectifs des fusions-acquisitions. Les approches théoriques qui proposent une explication basée sur le concept d'efficacité, partent de l'hypothèse que les dirigeants sont rationnels et que leur objectif de maximiser la valeur de la firme. Un effet de synergie se définit comme une augmentation de la valeur de la firme résultant d'une gestion plus efficace des différents moyens de production lorsque deux ou plusieurs entreprises se regroupent. Ces synergies peuvent être réalisées à plusieurs niveaux : financier, managérial et opérationnel :

- **Les synergies financières :**Elles résultent de la baisse du coût de capital. Cette baisse peut se réaliser de trois façons différentes. Lorsque la F-A implique une diversification non reliée, les profits de la firme deviennent plus stables, et ainsi le risque d'insolvabilité diminue. Weston et Chung (1983)⁷ affirment, dans ce sens, que l'augmentation de la capacité d'endettement suite à la F-A permet à la nouvelle firme de réduire son coût de capital. D'une autre part, l'augmentation de la taille de l'entreprise lui confère une meilleure visibilité, davantage de crédibilité auprès des marchés et donc un financement moins coûteux par rapports aux petites entreprises.

- **Les synergies managériales :**Selon Jensen et Murphy (1988)⁸ Ces synergies peuvent être réalisées lorsque la direction de l'une des compagnies de la F-A a de meilleures capacités de gestion dont l'autre peut profiter pour améliorer sa performance.

- **Les synergies opérationnelles :** Ces synergies découlent principalement des économies d'échelle et des économies d'envergure⁹Elles sont souvent citées comme la première motivation des F-A.

2.2. Le rôle et la contribution de la Théorie de l'agence :

La firme est décrite dans cadre de la théorie d'agence comme un nœud de contrat entre plusieurs acteurs ayant des intérêts divergents (Coase, 1937)¹⁰. Dirigeants et actionnaires, tout comme les autres acteurs, sont des individus opportunistes qui cherchent à maximiser leur bien-être respectif souvent au détriment les uns des autres (Jensen et Meckling, 1976)¹¹. Le marché du contrôle représente dans ce contexte un outil disciplinaire puissant. En effet, les dirigeants seront incités à travailler davantage de crainte d'être la proie d'une prise de contrôle hostile et de perdre ainsi leurs emplois. Martin et McConnell (1991) confortent cette hypothèse et

⁶ Friedrich Trautwein, *Merger motives and merger prescriptions*, Strategic Management Journal, Volume 11, May/June 1990.

⁷ Weston, J. Fred and Kwang S. Chung, *Do mergers make money?*, Mergers and Acquisitions, 18(3), 1983, pp. 40-48.

⁸Jensen and Murphy, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, The Journal of Finance, Vol XLIII, N°3, July 1988;

⁹Les économies d'échelles sont définies comme étant la baisse du coût moyen unitaire de production engendrée par augmentation de la quantité produite. Les économies d'envergure désignent la baisse du coût de production suite à la production simultanée par une même firme de différents produits

¹⁰ R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, Economica, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405

¹¹ Michael Jensen et William Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure*, Journal of Financial Economics, Vol 3,(1976), pp305–360

montrent que les firmes acquises pour des motifs disciplinaires sont celles qui ont été les moins performantes avant l'offre. Ainsi, la menace d'une prise de contrôle aura pour conséquence l'amélioration de la performance de la firme et par la même une diminution des coûts d'agence.

En revanche lorsqu'ils disposent d'importants flux discrétionnaires, les dirigeants -animés par des motivations salariales et de prestige- peuvent s'en servir pour accroître la taille de l'entreprise au-delà de son niveau optimal, en s'engageant dans des F-A peu rentables. C'est l'hypothèse des « *free cash flows* » de Jensen (1986).

Toujours dans la perspective d'agence, Shleifer et Vishny (1989) parlent d'enracinement des dirigeants. Ces derniers mettent en œuvre des mécanismes de façon à se rendre indispensables à la firme.

2.3. L'hypothèse de l'Opportunisme managérial (Hubris hypothesis) :

L'hypothèse de l'opportunisme managérial ou *hubris hypothesis* doit sa genèse au travail de Roll (1986). Roll s'appuie sur l'hypothèse de l'efficacité des marchés. Il affirme que dans un marché efficient où les entreprises sont estimées à leur juste valeur, aucune forme de regroupement ou de réorganisation d'entreprise ne peut générer des profits supplémentaires. Roll estime qu'en évaluant les retombées des opérations de F-A, les dirigeants font preuve d'un excès de confiance: *Hubris*. Ce terme inspiré de la mythologie grecque, désigne un sentiment de confiance ou d'estime personnelle exagérée conduisant généralement l'individu à s'offrir des rétributions. Ainsi, cet excès de confiance conduit selon la théorie de l'hubris à ce que les dirigeants payent des primes trop élevées pour payer leurs acquisitions.

Hayward et Hambrick (1997)¹² identifient quatre facteurs expliquant ce comportement :

- La récente performance de l'entreprise.
- Les éloges faites au dirigeant dans les médias.
- L'importance personnelle du chef d'entreprise mesurée par son niveau de rémunération par rapport aux autres dirigeants.
- Un indice composite des trois premiers facteurs.

2.4. Le pouvoir du marché et la théorie du monopole :

Dans une perspective de stratégie d'entreprise, la théorie du monopole conçoit les F-A comme un moyen pour la firme de consolider sa position sur le marché. Plus précisément, l'objectif principal d'une F-A, dans cette optique, est d'augmenter les parts de marché ainsi que de renforcer les barrières à l'entrée. Ceci confère à la nouvelle entité un pouvoir de négociation supérieur aussi bien avec ses fournisseurs qu'avec ses clients (Jensen et Ruback, 1983)¹³. Par ailleurs, des auteurs tels que Chatterjee (1986)¹⁴ ou encore Porter (1985) parlent respectivement de synergies collusives et d'interrelations entre concurrents. Ces synergies collusives sont réalisables dans les opérations conglomerales ou verticales. Ainsi, si une F-A aboutit à une situation de monopole, la nouvelle firme sera capable de réduire ses coûts, d'augmenter ses profits et augmenter par conséquent sa valeur boursière.

2.5. La théorie de l'asymétrie de l'information :

Cette théorie repose sur l'hypothèse d'asymétrie d'information. L'acquéreur peut en effet privilégier d'un avantage informationnel par rapport au reste du marché. En effet, grâce à leurs relations, les dirigeants de la société acquéreuse bénéficient souvent d'informations privilégiées concernant la sous-évaluation d'une cible ou encore concernant les avantages potentiels d'une alliance avec la cible (Steiner, 1975; Holderness et Sheehan, 1985; Ravenscraft et Scherer, 1987).

2.6. La théorie Raider et son impact

Holderness et Sheehan (1983) définissent le « *raider* » d'une entreprise comme étant la personne responsable du transfert des richesses des actionnaires de la firme pour laquelle il fait une offre d'achat. La création de valeur découle donc dans cette théorie, du transfert de richesses des actionnaires de la cible au profit de ceux de la firme acquéreuse. Ce transfert de richesse peut prendre la forme d'un chantage financier « *green mailing* » ou de rémunérations excessives en cas de succès de l'opération. Une fois qu'il a ramassé une partie suffisante des titres de la cible, le « *green mailing* » consiste à ce que l'acquéreur propose aux actionnaires de cette dernière de leur revendre leurs actions en contre-partie d'une prime substantielle. Ceci dit, cette théorie a

¹²Mathew L. A. Hayward and Donald C. Hambrick, *Explaining the Premiums Paid For Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, No. 1 (Mar., 1997), pp. 103-127

¹³Jensen et Ruback, *The Market For Corporate Control: The scientific Evidence*, [Journal of Financial Economics](#), Vol. 11, pp. 5-50, 1983 ;

¹⁴Sayan Chatterjee, *Type of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms*, [Strategic Management Journal](#) 7(2):119 - 139 · March 1986

fait l'objet de plusieurs critiques notamment celles de Trautwein (1990) et Jensen (1984) qui mettent en cause son manque de cohérence. En effet, l'achat par les dirigeants des titres de la cible contre une prime puis la revente de ces mêmes titres, pourrait leur faire perdre leur légitimité auprès de leurs actionnaires.

2.7. La Théorie de construction d'empire :

Selon cette théorie, les fusions sont planifiées et mise en œuvres par les managers pour maximiser leur propre utilité plutôt que de maximiser la valeur de l'actionnaire. Cette approche a ses racines dans les travaux de Berle et Means 1933¹⁵, Mueller 1969¹⁶.

À la différence du capital financier, le capital humain ne peut être fractionné entre différents investissements. Les revenus du capital humain sont attachés à l'entreprise qu'il emploie. Le risque d'emploi du dirigeant dépend de ce fait du risque de l'entreprise. Pour baisser les risques il faut diversifier l'entreprise dans des activités non liées dont les flux sont peu corrélés voire contra cycliques. Les managers ne détiennent pas de portefeuille diversifié, la majorité de la richesse et leur statut dérive directement de leur emploi et sont donc liés à la survie et à la performance de leur organisation (Bettis 1983¹⁷).

2.8. La Théorie des processus :

Cette théorie développée de façon rudimentaire a ses racines dans la littérature sur le processus de décision stratégique. Ce champ de recherche a produit un montant important de modèle qui décrit les décisions stratégiques non comme un choix rationnel compréhensif mais comme le produit d'un processus gouverné par une ou plusieurs des influences suivantes :

- Pratiquement tous les travaux sur le processus de décision argumentent avec Simon que les individus possèdent une capacité d'analyse des informations limités. Les évaluations sont donc incomplètes et des simplifications cognitives sont utiles.
- Les routines organisationnelles jouent un rôle central (Cyert et March 1963¹⁸)
- Le pouvoir politique est la catégorie cœur du paradigme d'Allison. Les décisions stratégiques sont interprétées comme la production de jeux politiques joués entre les sous unités organisationnelles et les organisations externes.

III. Les formes et les montages financiers des fusions

Les opérations de fusions au sens strict impliquent la confusion des patrimoines et la mise en commun au sein d'une même personnalité morale de l'ensemble de l'actif et du passif des deux sociétés concernées. Il est à noter qu'une même opération de fusion peut concerner deux ou plusieurs autres sociétés sans qu'il n'existe de limites sur le plan juridique. Dans la majorité des cas, les opérations de fusion concernent deux sociétés qui décident de s'unir pour n'en former plus qu'une seule. Le choix de la fusion (au sens strict) est sans aucun doute le plus impliquant pour les différentes parties prenantes puisqu'il s'agit véritablement d'une mise en commun de l'ensemble des moyens mais aussi d'une évolution du pouvoir de contrôle, les actionnaires devenant communs. La décision de fusionner est en outre une décision irréversible, puisqu'elle entraîne la disparition d'au moins une des deux sociétés concernées (dissolution). Si une seule des deux sociétés disparaît, on parle de *fusion-absorption*. En revanche, si les deux sociétés disparaissent, on parle de *fusion par création d'une société nouvelle*. Cette distinction implique des conséquences juridiques différentes, notamment pour les parties prenantes de la société initiatrice. Dans la pratique, les opérations les plus fréquentes sont les fusions absorptions. Ces deux opérations possèdent néanmoins de nombreuses caractéristiques communes et relèvent toutes les deux, sur le plan fiscal, du régime spécial des fusions.

1. Le concept de la fusion-absorption et ces effets

La fusion-absorption est une opération au cours de laquelle la société absorbée disparaît tandis que son patrimoine est transmis dans sa totalité à la société absorbante (transmission universelle du patrimoine – incluant tous les éléments de l'actif et du passif de la société absorbée).

La fusion-absorption implique la réalisation « simultanée » de plusieurs opérations et en particulier :

- l'augmentation de capital de l'absorbant ;

¹⁵ Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means: *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, 1932. Pp. xiii, 396.

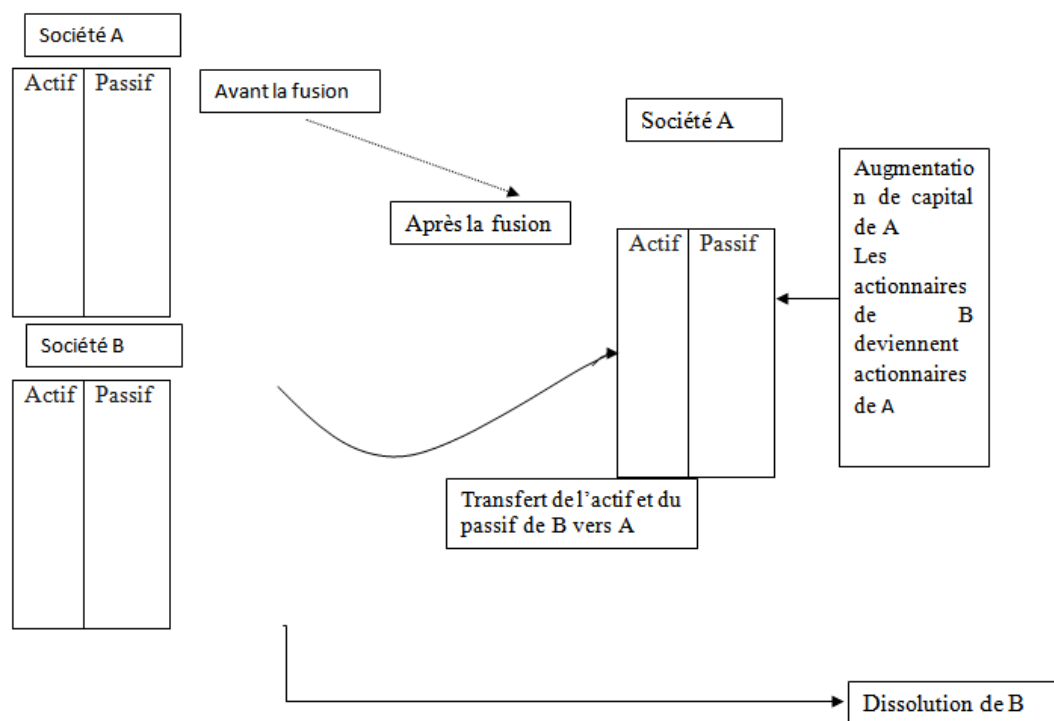
¹⁶ Dennis C. Mueller : *The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premiums*, <https://homepage.univie.ac.at/Dennis.Mueller/>

¹⁷ Bettis, Richard A. « *Modern Financial Theory, corporate strategy and public policy: three conundrums* ». *Academy of Management Review*, Vol n°8, n°3, 1983, pp. 406-415;

¹⁸ Richard M. Cyert et James G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, Publisher: Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1963;

- l'échange de titres entre les actions des sociétés absorbée et absorbante ;
- la transmission universelle du patrimoine de l'absorbée vers l'absorbante ;
- la dissolution de l'absorbée.

Figure 1 : La fusion par absorption



Source : Fusions acquisition, 2009¹⁹

Les effets de la fusion par absorption sont multiples et touchent pratiquement toutes les parties prenantes de l'entreprise.

– *Les actionnaires en modifiant la répartition du pouvoir de contrôle* : lors d'une fusion, les actionnaires de la société cible deviennent des actionnaires souvent importants du nouvel ensemble, entraînant une modification de la répartition du pouvoir de contrôle

L'analyse de l'équilibre des pouvoirs après la fusion est un point important notamment lorsque l'on fusionne deux sociétés à la géographie du capital très différente. Ainsi, une société au capital dispersé qui fusionne avec une société de taille moindre en valeur mais au capital plus concentré peut voir les actionnaires de l'absorbée devenir les actionnaires de référence de l'ensemble

– *Les dirigeants en modifiant la répartition du pouvoir managérial* : la fusion absorption impliquant la dissolution de l'entreprise absorbée, l'opération réduit d'autant plus les postes clés du management. La discussion de la répartition de ces postes est par conséquent un enjeu central et un préalable à toute opération de fusion.

– *Les salariés de l'absorbée en modifiant certaines conditions de travail* : les contrats de travail, les statuts, les conventions collectives et les organes de représentation du personnel disparaissent avec la dissolution de la société absorbée. Au cours d'une fusion, l'entreprise absorbante reprenant l'ensemble des engagements de l'absorbée, les contrats de travail sont repris automatiquement. En revanche, les statuts, les conventions collectives et les organes de représentation du personnel qui s'appliquent sont ceux du nouvel ensemble et donc de la société absorbante (qui n'a pas changé de personnalité morale).

Par ailleurs, les opérations de fusions ont des conséquences importantes sur le plan comptable et fiscal. En particulier, la fusion implique une réévaluation comptable des éléments d'actif et de passif qui peuvent conduire à modifier la base fiscale du nouvel ensemble. À cet égard, les considérations fiscales peuvent intervenir dans le choix du sens de la fusion, c'est-à-dire dans la détermination de l'entreprise qui sera absorbée de celle qui sera absorbante.

¹⁹ Olivier Meier, Guillaume Schier (2009), *Fusions Acquisition*, 3^{ème} édition, DUNOD, Paris

La question du choix du sens de la fusion peut paraître surprenante, l'intuition voulant que le plus gros absorbe le plus petit. Cette intuition n'est pas toujours confirmée et procède d'une mauvaise compréhension du mécanisme de fusion. En effet, *le pouvoir n'appartient pas à l'entreprise absorbante mais aux actionnaires de référence du nouvel ensemble.*

Le choix effectif du sens de la fusion n'influe donc pas sur la répartition du pouvoir. En revanche, ce choix est d'une importance considérable sur le plan comptable et fiscal.

– *Sur le plan comptable*, le sens de la fusion importe du fait de la réévaluation de l'actif et du passif de la société absorbée. Par conséquent, il peut être jugé intéressant de retenir comme entreprise absorbée l'entreprise qui possède le plus de plus-values latentes, afin de faire ressortir une situation nette comptable de l'ensemble plus importante.

– *Sur le plan fiscal*, le sens de la fusion joue sur plusieurs dimensions : d'une part, en modifiant la base fiscale de l'actif réévalué et d'autre part, en permettant d'intégrer dans le résultat fiscal du nouvel ensemble les reports de déficits de l'absorbée.

Au-delà des questions comptables et fiscales, le choix du sens de la fusion doit prendre en considération des facteurs économiques cruciaux pour la rentabilité future du nouvel ensemble et en tenant compte en particulier :

– *de l'image et de la notoriété des noms des sociétés* : l'image et le nom des sociétés doivent être pris en considération lors de la fusion. La disparition du nom de la société peut en effet causer un préjudice grave à la valeur du nouvel ensemble, si cette dernière possédait un capital-marque important. De même, l'association de noms de deux entreprises pose les problèmes relatifs au *co-branding* à la possibilité de transfert d'image négatif ;

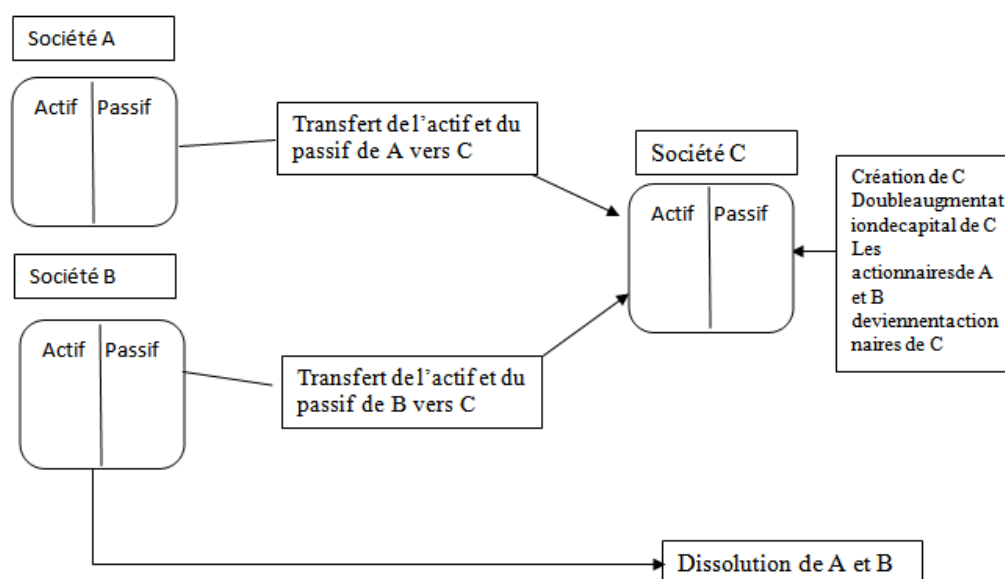
– *des actifs intangibles associés à l'existence des personnes morales* : certains acquis des sociétés concernées sont liés à l'existence même des personnes morales comme par exemple le fait d'être référencé chez certains clients importants ou au contraire d'avoir des conditions avantageuses chez certains fournisseurs. La dissolution de la société absorbée peut mettre fin à ces contrats, explicites ou implicites.

2. La fusion par création d'une société nouvelle

La fusion par création de société nouvelle est une opération au cours de laquelle les deux sociétés initiales disparaissent au profit d'une troisième nouvellement créée. Les mécanismes de fusion sont relativement similaires à ceux de la fusion-absorption. La principale différence découle des conséquences même de la création d'une nouvelle société (*formalités* de création d'une société – même si ces dernières sont fortement assouplies lorsque la création s'inscrit dans le cadre d'une fusion) et la dissolution des deux autres sociétés. On ne parle plus ici de société absorbante puisque les deux sociétés concernées sont absorbées (techniquement, l'absorbant est la société nouvellement créée). De même que pour la fusion-absorption, la mise en œuvre d'une opération de fusion par création de société nouvelle implique la réalisation «simultanée» de plusieurs opérations :

- la création d'une nouvelle société ;
- une première augmentation de capital réalisée par la société nouvellement créée ;
- l'échange des actions de la société A contre des actions de la nouvelle société C ;
- une seconde augmentation de capital réalisée par la société nouvellement créée ;
- l'échange des actions de la société B contre des actions de la nouvelle société C ;
- la dissolution des sociétés A et B.

Figure 2 : La fusion par création d'une société nouvelle



Source : fusions acquisition, 2009²⁰

Techniquement, les opérations sont proches, les deux sociétés initiales A et B subissant le même traitement que la société absorbée dans le cas d'une fusion-absorption.

Il faut néanmoins souligner les différences de traitement des salariés. Dans le cas d'une fusion-absorption, seuls les salariés de l'absorbée pouvaient changer de statuts, de conventions collectives et d'organes de représentation du personnel. Dans le cas de la fusion par création de société nouvelle, tous les salariés sont concernés ; il est alors obligatoire de recréer des organes de représentation du personnel pour le nouvel ensemble, de redéfinir le statut et les conventions qui s'appliquent. L'impact social d'une fusion par création d'une nouvelle société est donc beaucoup plus important que dans le cas d'une fusion-absorption.

De même, les réévaluations comptables et les incidences fiscales s'effectuent pour les deux sociétés qui fusionnent, induisant une augmentation importante des démarches et des travaux à conduire. Ceci explique en partie la raison pour laquelle la fusion par création de société nouvelle est beaucoup moins répandue que la fusion-absorption.

À l'inverse, la fusion par création d'une société nouvelle peut se justifier lorsque les différences sociales entre les deux entités sont trop grandes pour pouvoir naturellement imposer un des deux systèmes préexistants au nouvel ensemble. La fusion par création d'une société nouvelle permet en effet de définir une nouvelle logique organisationnelle qui tient compte de la stratégie du nouvel ensemble, en évitant certaines inerties inhérentes à la survie de l'une ou l'autre des deux sociétés

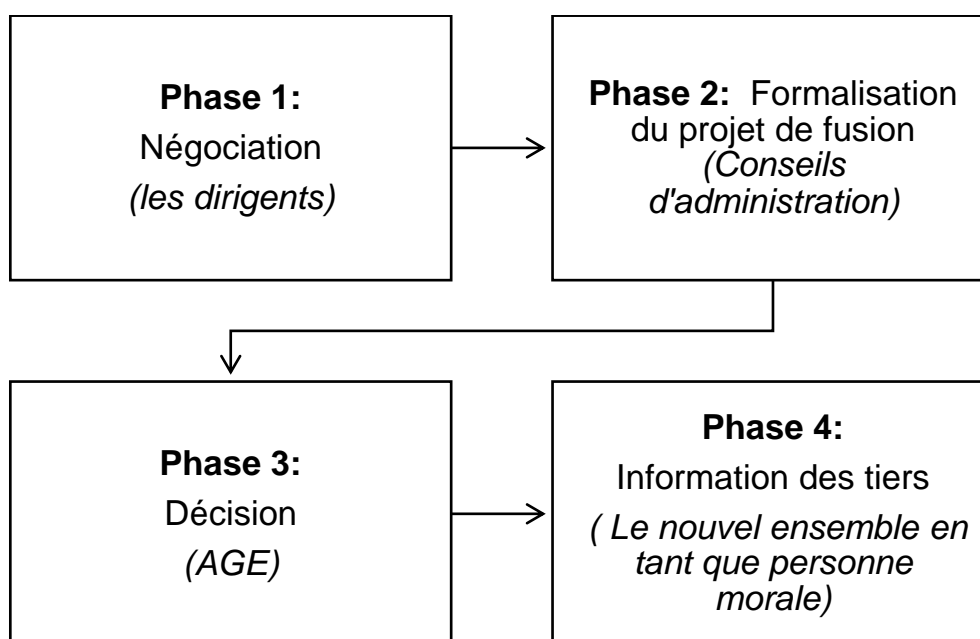
3. Les étapes clés du processus juridique d'une fusion

Quel que soit le mode de fusion retenu – fusion-absorption ou fusion par création d'une société nouvelle – le processus administratif et légal est assez proche. Par conséquent, nous nous attacherons plus particulièrement au processus de fusion-absorption. On distingue 4 grandes phases dans un processus de fusion :

- la phase de « *négociation* » qui va de la prise de contact informelle entre dirigeants aux négociations sur les principes du projet de fusion entre les différentes sociétés ;
- la phase de « *formalisation du projet* » qui se matérialise par la rédaction du projet de fusion entre les sociétés concernées. Le *projet de fusion* est un document contractuel, qui doit être signé par les conseils d'administration des deux sociétés concernées et qui formalise la volonté commune de fusionner, et déposé au greffe du tribunal du commerce. Le processus légal fusion débute à la signature de ce document ;
- la phase de « *décision* » proprement dite qui est du ressort des assemblées générales extraordinaires
- la phase « *d'information* » qui comprend tout un ensemble de démarches d'informations légales des publics concernés. Cette phase est entièrement formalisée et revêt une importance cruciale dans la fin du processus de fusion car elle peut entacher de nullité l'ensemble du processus en cas de non-respect de certaines obligations d'informations.

²⁰ Olivier Meier, Guillaume Schier (2009), *Fusions Acquisition*, 3^{ème} édition, DUNOD, Paris

Figure 1 : les étapes d'un processus de fusion



Source : Fusions acquisitions, 2009

1.1. La négociation dans le processus de la fusion :

La phase de négociation est naturellement la phase la plus secrète et la moins formalisée du processus de fusion. Si la clause de secret s'applique pour presque toutes les opérations (et configurations stratégiques), elle est d'autant plus importante lorsqu'au moins l'une des deux entreprises est cotée. La phase de négociation comprend une étape de rapprochement et de présentation générale d'un projet de fusion. Cette première étape est souvent difficile à réaliser car elle oblige à un certain tâtonnement dicté par un principe de précaution allié à une forme de détermination pour lever rapidement l'option de la fusion. Cette étape est indispensable et ne peut être contournée, une opération de fusion étant par nature une opération concertée et co-construite par les équipes dirigeantes. Il s'agit, à cette étape, de s'entendre sur le principe d'une fusion et sur une vision commune du nouvel ensemble.

La seconde étape de la phase de négociation consiste à s'assurer de la pertinence stratégique de l'opération de fusion pour les deux sociétés et de définir le projet d'entreprise du nouvel ensemble (ce pourquoi on veut fusionner). En parallèle, un certain nombre d'études et d'audits réciproques peuvent être réalisés. L'objectif de ces travaux est de s'assurer de l'existence de synergies potentielles permettant de justifier l'opération de fusion auprès des différentes parties prenantes (ce qui justifie l'intérêt de fusionner). Enfin, la dernière étape vise à définir les éléments clés de l'opération de fusion avant de la présenter aux conseils d'administration concernés. Les éléments clés sur lesquels une attention toute particulière doit être apportée sont :

- le type de fusion : implique de choisir entre la fusion-absorption et la fusion par création de société ;
- le sens de la fusion : implique de déterminer en cas de fusion-absorption quelle société va subsister ;
- la parité d'échange : implique de déterminer le rapport de force futur entre les anciens actionnaires des sociétés absorbante et absorbée ;
- la structure future : implique de définir les grands principes d'organisation de la future société, le nouvel organigramme ainsi que la répartition des postes clés entre les deux anciennes équipes.

La phase de négociation se termine souvent par la rédaction d'un pré-projet de fusion qui sera présenté aux conseils d'administration concernés et par la convocation effective de ces organes sur ce sujet.

1.2. La formalisation du projet : rédaction du projet de fusion :

Le projet de fusion est un document obligatoire ²¹ qui doit être arrêté par le conseil d'administration ou le directoire, le ou les gérants de chacune des sociétés participant à l'opération projetée.

Ce projet de fusion contient l'ensemble des éléments clés de l'opération de fusion et doit au minimum contenir les rubriques définies par la loi à savoir :²²

- La forme, la dénomination ou la raison sociale et le siège social de toutes les sociétés participantes ;

²¹ Article 226 de la loi 17-95 relative aux sociétés anonymes

²² Article 227 de la loi 17-95 relative aux sociétés anonymes

- Les motifs, buts et conditions de la fusion ou de la scission ;
- La désignation et l'évaluation de l'actif et du passif dont la transmission aux sociétés absorbantes ou nouvelles est prévue ;
- Les modalités de remise des parts ou actions et la date à partir de laquelle ces parts ou actions donnent droit aux bénéficiaires, ainsi que toute modalité particulière relative à ce droit, et la date à partir de laquelle les opérations de la société absorbée ou scindée seront, du point de vue comptable, considérées comme accomplies par la ou les sociétés bénéficiaires des apports ;
- Les dates auxquelles ont été arrêtés les comptes des sociétés intéressées utilisés pour établir les conditions de l'opération ;
- Le rapport d'échange des droits sociaux et, le cas échéant, le montant de la soulte ;
- Le montant prévu de la prime de fusion ou de scission ;
- Les droits accordés aux associés ayant des droits spéciaux et aux porteurs de titres autres que des actions ainsi que, le cas échéant, tous avantages particuliers.

L'approbation du projet de fusion et sa publicité sont soumises à un formalisme précis. L'approbation est donnée par les Conseils d'administration des sociétés concernées qui convoquent ensuite les assemblées générales extraordinaires et adoptent le rapport mis à la disposition des actionnaires ainsi que les résolutions proposées aux assemblées.

La publicité du projet de fusion implique le dépôt du projet au greffe du tribunal du lieu du siège social des sociétés absorbantes et absorbées, une insertion dans un journal d'annonces légales par chacune des sociétés participant à l'opération, une insertion au Bulletin officiel (BO) si l'une des sociétés concernées fait appel publiquement à l'épargne.

Le dépôt au greffe et la publicité doivent avoir lieu au moins trente jours avant la date de la première assemblée générale appelée à statuer sur l'opération.

Par ailleurs, le projet doit être mis à disposition des actionnaires. Il est présenté aux comités d'entreprises des sociétés concernées avant l'adoption de la fusion par les assemblées générales extraordinaires. Enfin, le projet doit être soumis à l'avis d'un commissaire aux comptes qui vérifie les termes de la fusion et la valeur des apports.

Dans le cas où la fusion est réalisée uniquement entre des sociétés anonymes le conseil d'administration communique le projet de fusion au ou aux commissaires aux comptes au moins 45 jours avant la date l'assemblée générale appelée à se prononcer sur ledit projet. Ledit commissaire aux comptes vérifie que la valeur relative attribuée aux actions des sociétés participant à l'opération est pertinente et que le rapport d'échange est équitable, il vérifie aussi si le montant de l'actif net apporté par les sociétés absorbées est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante ou au montant du capital de la société nouvelle issue de la fusion.

1.3. La décision effective de fusionner :

La fusion prend effet, dans le cas de création d'une ou plusieurs sociétés nouvelles, à la date d'immatriculation au registre du commerce de la nouvelle société ou de la dernière d'entre elles, dans tous les autres cas, l'effectivité de la fusion correspond à la date de la dernière assemblée générale ayant approuvé l'opération sauf si le contrat prévoit que l'opération prend effet à une autre date, laquelle ne doit être ni postérieure à la date de clôture de l'exercice en cours de la ou des sociétés bénéficiaires ni antérieure à la date de clôture du dernier exercice clos de la ou des sociétés qui transmettent leur patrimoine.

3.4. L'information légale obligatoire :

L'information légale obligatoire concerne à la fois la société absorbée (avis de dissolution dans un journal d'annonce légale et publication au BO si la société faisait appel publiquement à l'épargne) et la société absorbante (avis d'augmentation de capital dans un journal d'annonce légale, publication au BO). Il convient également de réaliser les démarches en vue de la radiation au registre du commerce et de la société absorbée et d'une inscription modificative pour la société absorbante, et de procéder aux démarches nécessaires auprès de l'administration fiscale.

Une fois ces démarches réalisées, la fusion est effective, indépendamment des problèmes de gestion post-intégration et d'harmonisation opérationnelle des deux sociétés. Sur le plan juridique, il n'existe plus qu'une seule personnalité juridique que constitue le nouvel ensemble fusionné.

IV. La typologie des fusions- acquisition

Les fusions / acquisitions se distinguent, entre autre, par le processus de rapprochement et la classification de ce dernier qui peut être d'ordre juridique, financier ou économique. La classification la plus « courante » est issue

de la « Federal Trade Commission » aux États-Unis et consiste à classer les opérations de fusions / acquisitions selon le positionnement des entreprises sur leur marché.

1. La fusion acquisition horizontale :

Cette forme de fusion / acquisition réunit des entreprises ayant la même activité et dont le but principal consiste à augmenter leurs parts de marché. Une sous-catégorie peut être distinguée. En effet, si les biens produits par les entreprises sont identiques, on parlera de « fusion horizontale homogène » (exemple : Daimler-Chrysler) tandis que si les biens sont substituables, cela serait classé « fusion horizontale hétérogène ». Ce type de mouvement se fait généralement entre concurrent direct et constitue le rapprochement le plus courant.

Parmi les motifs traditionnels invoqués pour expliquer une opération de FA figure larecherched'économies d'échelle, permettant une répartition des coûts fixes (informatique ou marketing, parexemple) sur une production plus importante. La réduction des coûts associée à ces fusions estsouvent considérable, bien que la concentration du marché qu'elles entraînent puisse devenirpréoccupante. Les fusions horizontales sont donc profitables seulement si elles combinentstrictement les compagnies implicites, exigeant de l'intégration d'être bienmaîtrisée et de rendre la rationalisation des coûts appropriée.

2. La fusion acquisition verticale :

Ce regroupement consiste en l'acquisition d'une firme en amont (fournisseur) ou en aval (distributeur) de la filière de production. Cette démarche répond à une logique permettant de contrôler l'ensemble d'une chaîne économique d'un secteur. Par exemple le groupe Hachette est à la fois éditeur, distributeur et diffuseur. Cette forme d'intégration est également très répandue dans la filière pétrolière.

3. La Fusion acquisition concentrique :

Cette fusion / acquisition concerne des firmes qui n'appartiennent pas aux mêmes marchés, mais regroupent des métiers complémentaires voire similaires. Dans ce cas, on évoque une diversification de l'entreprise créée par une logique de complémentarité à travers les produits, le savoir-faire, les fournisseurs, etc. La lyonnaise des Eaux illustre cette typologie. La société a développé ses services par la gestion d'un réseau câblé. Cette nouvelle activité fait appel aux mêmes compétences de gestion de réseau que la distribution des eaux.

4. La Fusion acquisition conglomerale :

Cette opération consiste en le rapprochement d'entreprise appartenant à des secteurs d'activité différents et ayant des métiers sans lien. Cette fusion / acquisition a pour objectif une diversification complète du portefeuille d'activités comme par exemple le rachat du groupe Seagram (vins et spiritueux) par Vivendi. Le but étant de diversifier les risques en évoluant dans des domaines totalement différenciés.

V. Conclusion :

Les fusions acquisitions ont connu une évolution remarquable aux Etats Unis surtout au début du siècle, avec plusieurs grandes opérations. Par contre, en Europe, on va attendre jusqu'aux années soixante et quatre-vingt pour constater des vagues successives des opérations de fusions. Celles-ci sont réalisées à des fins diverses, dont les plus importantes est la recherche des synergies et de l'efficacité, ainsi que l'asymétrie de l'information et la gestion des intérêts des différents partenaires qualifiée de relation d'agence. Techniquement, les opérations de fusions prennentplusieurs formes, notamment les fusions absorptions et les fusions par création de nouvelle société, avec des montages financiers correspondants à chaque forme. Par ailleurs, ces opérations sont regroupées, par les théoriciens, en quatre types bien distincts, allant de la verticale au conglomerale.

Bibliographie

- [1]. Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means:*The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, 1932. Pp. xiii, 396.
- [2]. Bettis, Richard A. « *Modern Financial Theory, corporate strategy and public policy: three conundrums* ». *Academy of Management Review*, Vol n°8, n°3, 1983, pp. 406-415;
- [3]. Dennis C. Mueller : *The Causes of Mergers:Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia,* <https://homepage.univie.ac.at/Dennis.Mueller/>
- [4]. Friedrich Trautwein, *Merger motives and merger prescriptions*, *Strategic Management Journal*, Volume 11, May/June 1990.
- [5]. Jensen and Murphy, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, *The Journal of Finance*, Vol XLIII, N°3, July 1988;
- [6]. Jensen et Ruback, *The Market For Corporate Control: The scientific Evidence*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50, 1983 ;
- [7]. Mathew L. A. Hayward and Donald C. Hambrick, *Explaining the Premiums Paid For Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, No. 1 (Mar., 1997), pp. 103-127
- [8]. Michael Jensen et William Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol 3,(1976), pp305-360
- [9]. Olivier Meier, Guillaume Schier (2009), *Fusions Acquisition*, 3^{ème} édition, DUNOD, Paris.
- [10]. R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405
- [11]. Richard M. Cyert et James G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, Publisher: Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall, 1963;
- [12]. Sayan Chatterjee, *Type of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms*,*Strategic Management Journal* 7(2):119 - 139 · March 1986
- [13]. Weston, J. Fred and Kwang S. Chung, *Do mergers make money?* *Mergers and Acquisitions*, 18(3), 1983, pp. 40-48.