

# LA CROISSANCE EXTERNE EST-ELLE CREATRICE DE VALEUR ?

Félix BOGLIOLO \*

Toute O.P.A. s'accompagne d'un prix d'offre présentant une prime substantielle par rapport au dernier cours coté de la société cible. Concomitamment, il arrive assez souvent que le cours du Groupe acheteur baisse de manière significative. Analysons, du point de vue de la Création de Valeur, ce paradoxe apparent.

La Finance moderne enseigne depuis de nombreux lustres déjà qu'à tout instant le cours de l'action d'une entreprise résulte de l'actualisation au coût du capital de la chronique de ses profits économiques (*residual income* ou EVA®) futurs tels qu'ils sont estimés par les investisseurs. Ceci est en tout point équivalent à l'actualisation des *free cash flows* (deux arrangements distincts des termes d'une même équation).

Donc, offrir une prime lors d'une O.P.A. revient pour le Groupe acheteur à dire qu'il pense que la chronique des profits économique futurs de la société cible intégrée sera supérieure à la chronique aujourd'hui imputée dans son cours en tant que société indépendante. Cette différence à la hausse proviendra des synergies que le Groupe acheteur entend faire jouer avec la société cible. Le Groupe acheteur aura donc à communiquer sur ces synergies escomptées.

L'expérience du marché est malheureusement que la plupart de ces communications pèchent par un optimisme béat. Le plus souvent les synergies escomptées ne sont pas au rendez-vous. De plus, il existe des coûts de transaction et d'intégration que les dirigeants des Groupes acheteurs ont tendance assez systématiquement à sous-estimer. La croissance d'un Groupe s'accompagne aussi très souvent de déséconomies d'échelle assez importantes : administrations et contrôles qui se superposent, cultures d'entreprise qui se déchirent l'une l'autre, échelons hiérarchiques qui se multiplient ralentissant les processus de décision, etc.. Le marché aura donc tendance à ne prendre les estimations des Groupes acheteurs en matière de synergies qu'après une certaine décote.

En tout état de cause, les investisseurs comparent la prime offerte à la valeur présente, actualisée au coût du capital du nouvel ensemble, de la différence entre leur chronique des profits économiques futurs du nouvel ensemble ainsi constitué et la somme des chroniques des deux entités si elles étaient restées indépendantes. Et cette chronique du nouvel ensemble est totalement dépendante du couple acheteur-cible.

Trois cas peuvent se produire.

Si la prime offerte est substantiellement égale à cette valeur présente, l'opération sera neutre pour ce Groupe acheteur du point de vue de la Création de Valeur. En effet, toutes les améliorations résultant de la transaction auront été payées aux anciens investisseurs de la société cible. On a ainsi le prix maximum que peut payer ce Groupe acheteur.

Si la prime offerte est substantiellement supérieure à cette valeur présente, l'opération détruira de la Valeur pour les investisseurs de ce Groupe acheteur. En effet, non seulement toutes les améliorations résultant de la transaction auront été payées aux anciens investisseurs de la société cible mais encore plus. Le cours de ce Groupe acheteur baissera à concurrence de cet excédent indûment transféré aux anciens investisseurs de la société cible.

Dans ces deux cas, il y aura bien eu Création de Valeur mais pour les vendeurs !

Bien sûr, il peut s'agir simplement d'une mauvaise appréciation du marché. Mais elle proviendrait très certainement d'une mauvaise communication du Groupe acheteur qui ne lui donne pas tous les éléments dont il a besoin pour déterminer son cours. Il peut s'agir aussi d'un message très fort envoyé par le marché pour indiquer aux dirigeants du Groupe acheteur que les synergies escomptées sont totalement irréalistes. Il arrive parfois que la somme des opinions contradictoires d'un vaste marché disposant de puissants moyens d'information et d'analyse constitue une rationalité supérieure à celle des dirigeants du Groupe acheteur. Il peut donc être utile pour les dirigeants du Groupe acheteur de prendre en considération ce signal et de se retirer d'une opération jugée destructrice de valeur en seconde instance. Par exemple à l'occasion d'une nouvelle surenchère d'un éventuel tiers. En effet il se peut que la transaction crée de la Valeur dans le cas de cet autre couple acheteur-cible, alors qu'elle en détruirait dans le premier cas. Et même si la deuxième transaction avec ce tiers ne crée pas non plus de Valeur, autant laisser ce concurrent détruire de la Valeur ! Il est sage de savoir 'jeter l'éponge' à temps.

Si la prime offerte est substantiellement inférieure à la valeur présente décrite ci-dessus, l'opération créera effectivement de la Valeur pour les investisseurs du Groupe acheteur. En effet, seulement une partie des améliorations résultant de la transaction aura été payée aux anciens investisseurs de la société cible : juste l'indispensable pour les inciter à vendre. Le solde aura bien été généré par la transaction en faveur des investisseurs du Groupe acheteur. Le cours du Groupe acheteur montera à concurrence de ce solde de Création de Valeur non transféré aux anciens investisseurs de la société cible.

Or, dans une transaction d'achat-vente, tout vendeur a légitimement tendance à vouloir évaluer les bénéfices que peut retirer un acquéreur éventuel de la chose achetée. De manière naturelle, tout vendeur souhaite alors 'faire payer' l'acheteur, au moins partiellement, pour avoir l'opportunité de réaliser ces bénéfices en unissant la chose achetée à son propre patrimoine. Il s'approprie ce faisant une partie de ces bénéfices.

Quel est le bon niveau d'une telle appropriation par le vendeur des bénéfices retirés par l'acheteur ? Autrement dit, quel est le bon niveau de rétrocession au vendeur par l'acheteur des bénéfices qu'il retirera de la transaction ?

Il n'existe pas de réponse théorique à de telles questions. L'expérience du monde des affaires donne des indications qui sont très dispersées : on a vu des transactions se réaliser avec des primes minimales qui néanmoins représentaient plus que les bénéfices réellement à la portée de l'acheteur ; réciproquement on a vu des transactions se réaliser avec des primes supérieures à 200% qui néanmoins ne représentaient pas la totalité des bénéfices réellement à la portée de l'acheteur. Il s'agit d'une question de négociation entre les deux parties et donc, comme dans toute négociation, de leur rapport de force à l'époque où se mène la négociation, de leur désir respectif de réaliser la transaction à cet instant précis. Bref, cela fait partie intégrante de l'Art du Management.

La croissance externe est créatrice de valeur non seulement en proportion des synergies réalisées grâce à la transaction mais aussi et surtout à raison du prix payé pour avoir l'opportunité de les réaliser.