

EQUITY STORY TRONQUÉE, FUSAC MAL ENGAGÉE

*par Bleuzenn Pech de Pluvinel, Associée Financial Advisory services,
et Christian Barthelemy, Directeur Capital humain, Deloitte*

Les aspects industriels, mais surtout humains, sont souvent intégrés trop tard dans la chronologie des fusions-acquisitions. Le vendeur sort du huis-clos de la négociation avec une equity story largement, sinon purement, financière, car destinée d'abord à ses investisseurs. Au moment de rendre publiques ses intentions, il revoit dans l'urgence des volets industriels et RH. Ce faisant, il court un risque d'incohérence, menaçant alors de retarder, voire de faire capoter la transaction. Surtout, il fait manquer à l'acquéreur une occasion d'anticiper ensemble les aspects humains de l'opération – anticipation qui constitue un facteur déterminant de succès. Nous recommandons des equity stories plus exhaustives, co-construites par le vendeur et l'acquéreur, et qui valident d'emblée l'alignement des logiques financières, industrielles et surtout sociales des fusions-acquisitions.

La stratégie industrielle de long terme, et à plus forte raison le facteur humain, restent aujourd'hui fréquemment négligés pendant toute la phase qui précède le sell and purchase agreement (SPA), le contrat formalisant une fusion-acquisition. Lorsqu'ils sont pris en compte, les paramètres humains le sont principalement sous l'angle financier, par exemple via l'évaluation du « passif social » de l'entité (engagements sur les retraites, indemnités de licenciements, etc.) La tentation d'accélérer le processus de due diligence l'explique en partie. Mais on

peut y voir aussi le biais de certains acteurs qui, lorsqu'ils ne font pas de build-up, peuvent se montrer moins attentifs aux synergies.. Conséquence : très détaillés sur le volet financier, les argumentaires justifiant l'intérêt des fusions-acquisitions – les equity stories dans le jargon – sont au mieux allusifs, et le plus souvent muets, sur le rationnel industriel et sur les conséquences sociales.

A l'issue des négociations préliminaires, confidentielles, risquent alors de se poser des problèmes de plusieurs ordres.

D'abord, améliorer l'EBITDA ne constitue un argument persuasif ni pour les instances représentatives du personnel de l'entité cédée, auxquelles il faut pourtant présenter l'offre, ni pour les régulateurs ou décideurs politiques, dont il faudra éventuellement solliciter l'assentiment. A l'ère de la transparence et des réseaux sociaux, les premières détecteront inmanquablement un éventuel double discours. Dès lors, elles actionneront les leviers que leur accorde la loi, en particulier, le droit d'exiger un supplément d'information. S'ensuivront, au mieux, des mois de retard, ou même l'enlèvement de la transaction. Quant aux pouvoirs publics, ils attendent des garanties sur la préservation de l'emploi, sur la pérennité de l'outil industriel, sur la vitalité des



Christian Barthelemy

territoires et, s'il s'agit d'une industrie sensible, sur la propriété intellectuelle.

Ensuite, toute offre d'achat qui serait jugée moins robuste sur le plan industriel, ou moins acceptable sur le plan social, devrait intégrer inévitablement un « badwill » dans le prix de la cible. Lors de grosses opérations récentes en France, nous estimons que celui-ci a pu être de l'ordre de la centaine de millions d'euros.

Pour finir, l'absence d'anticipation des problématiques humaines et sociales, constitue l'un des principaux fac-



Bleuzenn Pech de Pluvinel

teurs d'échec des fusions-acquisitions. Une étude menée en 2015 par Deloitte, révélait que 60 % des opérations de fusion-acquisition aboutissaient à un échec, causé dans 70 % des cas par des erreurs d'exécution : leadership inadéquat, intégration inaboutie, incompatibilité culturelle, etc.

A l'inverse, nous avons constaté à maintes reprises les vertus d'une equity story aboutie et cohérente, comprenant une description du projet industriel de l'acquéreur à trois/cinq ans, de même que sa proposition de traitement des incidences sociales de l'opération. Cela implique, d'une part, une coopération étroite entre les deux parties de la transaction, et d'autre part, une diversité des intervenants. Les « deals makers », placés aux commandes des étapes amont, doivent s'entourer plus tôt « d'intégrateurs », que l'on ne fait généralement intervenir qu'une fois le deal conclu. Cette question du leadership diversifié semble avoir été prise en compte par plusieurs fonds (Eurazeo, Ardian, Apax) qui se sont dotés d'un DRH ou d'un associé en charge des RH ou de la RSE.

En définitive, peut-être est-il temps de substituer au terme trop limitatif « d'equity story » celui de « long-term story » ?