



La faim justifie les moyens : La croissance externe des ETI d'Île-de-France

Élèves :

Ana ROMERA FLORES
Pauline GRAVEL
Amandine LI
Charlène DE GUITAUT
Chahida BOUCHOUR
Pierre BOSSUET
Ali JANATI IDRISSE
Sacha CLESCA
Gautier BOBILLIER
Xavier DAVOUST
Alvaro ALVITES
Théophile Mulsant
Jimmy EL FERREKH
Vincent COZ
Romane TEXIER

Enseignants :

Olivier BOMSEL
Pierre FLECKINGER
Margaret KYLE
avec
Antoine PRÉVET

Mai 2022

A la mémoire de Vincent Coz

Résumé

Le marché des fusions-acquisitions a atteint un sommet en 2021 en établissant un record historique à 5 100 milliards de dollars. Avec le retour de l'inflation et la fin de la « monnaie bon marché », cette frénésie touche à sa fin. Menée au sommet du pic, cette étude de la croissance externe des ETI d'Île-de-France a bénéficié d'un angle de vue unique sur un marché dont chaque trait apparaissait plus nettement. Son apport central est l'identification, sur la base des informations de première main recueillies auprès des ETI, des principaux facteurs incitatifs et inhibiteurs de croissance externe.

Remerciements

Nous tenons à remercier Gérard Messanvi, Délégué Général du Club ETI, sans qui cette enquête n'aurait pu voir le jour. Depuis deux ans, il est l'animateur d'une relation fructueuse avec l'Option Économie Industrielle de l'École des Mines. Nous remercions aussi la Région pour son soutien depuis le début de cette collaboration. Enfin, nous tenons à remercier chaleureusement les nombreux dirigeants d'ETI qui nous ont accordé beaucoup de leur temps, que ce soit à leur siège francilien ou à l'École des Mines. Leur enthousiasme a donné vie à ce que les statistiques ne présentent que comme des opérations.

Table des matières

L'âge d'or des rachats	4
1 Acheter ou ne pas acheter	10
1.1 Des motivations, mais pas seulement ...	12
1.2 Si l'entreprise peut se vendre, elle sait mieux acheter	16
1.3 Des marchés plus atomisés	20
2 Des chasseurs et des cibles	24
2.1 Créer et profiter de l'occasion	25
2.2 La personne du dirigeant	27
2.3 Asymétries d'information	29
2.4 Le rôle-clé de l'expérience	32
3 Les défis de l'intégration	35
3.1 Précieuses ressources humaines	36
3.2 Harmoniser les processus	37
Annexes	47
Annexe 1 : Liste des entreprises rencontrées	47
Annexe 2 : Questionnaire envoyé aux entreprises	48
Annexe 3 : Revue de littérature	55
Annexe 4 : Les ETI sont des acteurs majeurs de l'économie française	62
Annexe 5 : Description des catégories	64
Annexe 6 : Les différents modes de financement utilisés par les ETI	65

Introduction : L'âge d'or des rachats

Le marché des fusions-acquisitions a connu une envolée en 2021, en pleine crise sanitaire. Selon une étude publiée par la cabinet de conseil PricewaterhouseCoopers (ci-après PwC) en février 2022¹, le nombre de fusions et d'acquisitions a enregistré une hausse historique de 24 % entre 2020 et 2021. Plus encore, la valeur des transactions a dépassé son record historique de 2007 à 4 200 milliards de dollars pour culminer à 5 100 milliards de dollars, soit une hausse de 57 % par rapport à 2020.

Cette frénésie de fusions-acquisitions au coeur d'une pandémie mondiale a de quoi surprendre. Dans les faits, l'envolée du marché s'explique par la conjonction d'au moins deux facteurs.

Premièrement, la crise sanitaire n'a pas eu d'effet sur la croissance des multiples d'acquisition, laquelle est linéaire depuis 2013. Le terme « multiples d'acquisition » désigne des indicateurs fondés sur le chiffre d'affaires, l'EBITDA ou encore l'EBIT et sur les montants des transactions observées sur le marché. Ces multiples servent à calculer la valeur des entreprises.

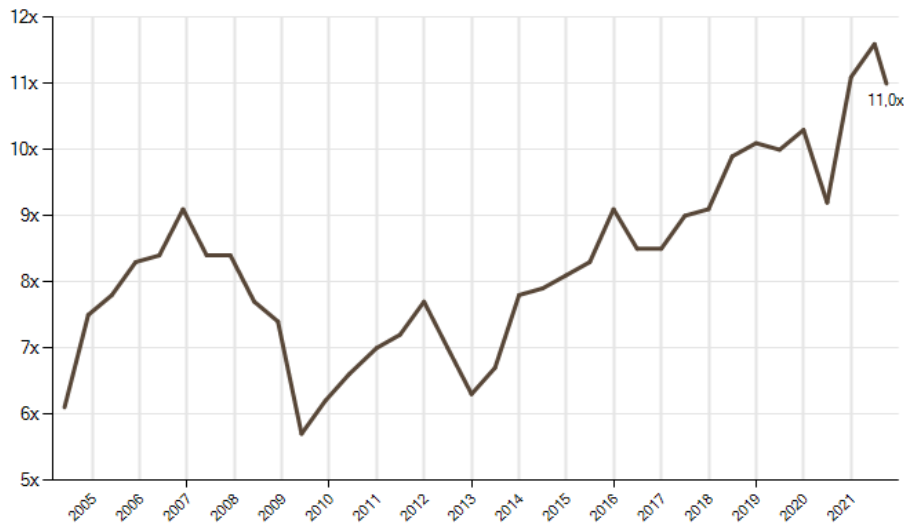
Pratiquement, diviser le montant de l'acquisition par l'une de ces grandeurs donne un coefficient dit "multiple" qui permet d'estimer la valeur d'autres entreprises². Par exemple, l'indice Argos Mid-Market consacré aux entreprises moyennes, et présenté par la Figure 1, donne au troisième trimestre 2021 un multiple d'EBITDA de 11.

Les multiples jouent un rôle-clé dans les décisions d'acquisition ou de vente. Ils permettent, d'une part, d'estimer le montant de l'achat, ou la somme qui pourrait être tirée d'une vente ; et, d'autre part, d'anticiper la valeur de revente, une fois la cible consolidée. Dans le cas de l'indice Argos Mid-Market, le multiple est passé de 6,3 au premier trimestre 2013 à 11 au troisième trimestre 2021, soit une hausse de plus de 74 % en 8 ans. Aussi, au cours de cette période, le multiple a gagné en moyenne et de manière continue près

1. PWC, « Il a atteint des sommets en 2021 et la dynamique devrait se poursuivre en 2022 », 15 février 2022, disponible ici : <https://www.pwc.fr/fr/espace-presse/communiqués-de-presse/2022/fevrier/le-marche-des-fusions-acquisitions-a-atteint-des-sommets-en-2021.html>

2. Les multiples d'acquisition sont calculés par secteur ou par marché en considérant un grand nombre d'acquisitions. L'exemple donné dans le corps du texte simplifie le fonctionnement réel du calcul des multiples.

FIGURE 1 – Indice Argos Mid-Market



Remarque 1 : Évolution du multiple EV/EBITDA historique, 6 mois lissants

Remarque 2 : L'Indice Argos Mid-Market mesure l'évolution des valorisations des sociétés mid market non cotées de la zone euro. Il correspond à la médiane du multiple EV/EBITDA historique des opérations de fusion-acquisitions mid market de la zone euro

Source : Epsilon Research / indice Argos Mid-Market

de 6 points par an. Cette croissance linéaire, que même la crise sanitaire dont l'impact peut être observé dans la Figure 1 entre 2020 et 2021 n'a pu démentir, constitue une incitation spéculative à acquérir. Selon cet indice, une entreprise acquise à EBITDA x 11 au troisième trimestre 2021 pourrait valoir EBITDA x 14 cinq ans plus tard, soit 25 % plus cher.

Deuxièmement, de nombreux États ont répondu à la crise sanitaire par la mise en place de politiques monétaires « hélicoptères » mettant à la disposition des entreprises d'abondantes liquidités. A titre d'exemple, la Banque Centrale Européenne, dans le cadre de son programme d'achats d'urgence (*Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*) de 1 850 milliards d'euros, a fortement réduit les coûts d'emprunt. La crise sanitaire a été un moment de « monnaie bon marché » pour les entreprises.

Comme l'a souligné le dirigeant d'une banque d'affaires rencontré durant l'enquête, cet afflux de liquidité a bouleversé les arbitrages des acquéreurs. Les faibles taux d'intérêt conjugués aux forts taux de retour amplifient l'effet de levier et ont abaissé les seuils de décision. Selon ce banquier, le Taux de Rendement Interne ciblé par les fonds d'investissement pendant la période de la crise sanitaire est passé de 25-30 % à 12-13 %.

Ce phénomène nourrit une spirale spéculative. En effet, le nombre d'acquéreurs potentiels augmentant, la demande explose, induisant la hausse des prix et, avec elle, celle des multiples. Et donc des incitations à acquérir, etc. Cette spirale rompt le lien entre les prix de cession et les valeurs réelles des entreprises, avec à la clé, une bulle susceptible d'éclater au retournement de conjoncture.

Les symptômes de stagflation laissent présager une réduction, possiblement drastique, des fusions et des acquisitions. La reprise de l'inflation, annoncée entre 3,7 % et 4,4 % pour 2022 par la banque de France le 13 mars 2022³, induira une hausse des taux, augmentant le coût de l'argent et diminuant l'effet de levier. Parallèlement, certains multiples commencent à décrocher. C'est notamment le cas de l'Indice Argos Mid-Market qui s'est contracté au troisième trimestre 2021. Plus généralement, comme le note un récent article du *Monde*⁴, les marchés financiers redécouvrent le lien entre la valeur d'une action et le taux d'intérêt. Ce qu'ils avaient eu tendance à oublier aux temps de la politique monétaire expansive.

L'ensemble de ces éléments tend à montrer que le marché des fusions-acquisitions a connu un pic en 2021 au moment de notre enquête. Ces conditions nous ont fourni une situation d'observation privilégiée où les incitations et motivations d'acquisition étaient plus fortes, plus visibles, plus diverses. Aussi, les résultats présentés ci-dessous ne peuvent être considérés comme généraux mais ont le mérite de présenter avec plus de clarté l'ensemble des mécanismes à l'oeuvre.

Conditions de l'enquête

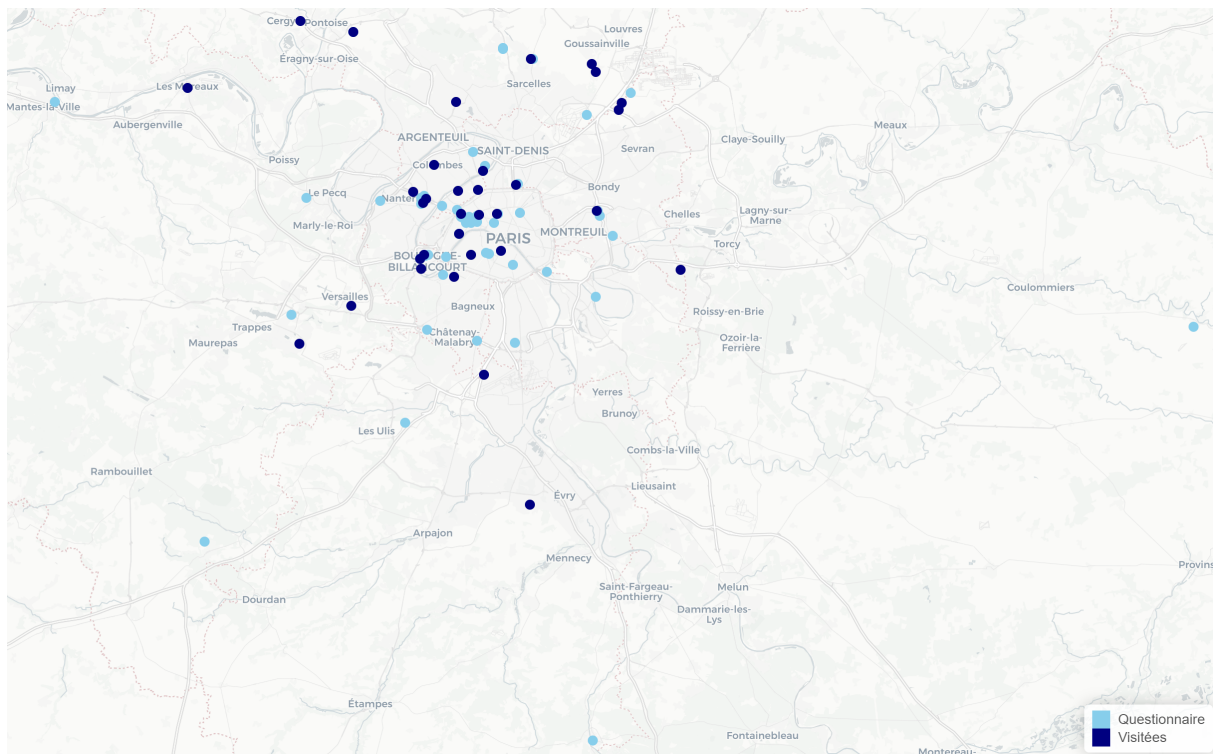
Ce rapport a été réalisé par un groupe de quinze élèves de l'École des Mines de Paris de l'option Économie Industrielle, promotion 2021, sous la direction d'Olivier Bomsel, Pierre Fleckinger et Margaret Kyle.

Pour décrire la réalité du terrain et les choix des décideurs (et compte tenu du manque

3. Banque de France, Projections macroéconomiques – Mars 2022, disponible ici : <https://publications.banque-france.fr/projections-macroeconomiques-mars-2022>.

4. Arnaud Leparmentier, « A Wall Street, une sévère correction qui rappelle l'éclatement de la bulle Internet », *Le Monde*, 11 mai 2022

FIGURE 2 – Carte des entreprises visitées et répondantes



Remarque : Les adresses utilisées correspondent au siège social.

de données portant sur les ETI), les informations sur les comportements d'acquisition ont été collectées auprès d'ETI d'Île-de-France à travers une série d'entretiens avec les représentants de 37 ETI⁵ actives sur le front des acquisitions et membres du Club ETI d'Île-de-France. Ces entretiens ont été complétés par un questionnaire⁶ auquel 52 ETI ont répondu. Le questionnaire a été administré en ligne et a été adressé à un échantillon d'environ 500 ETI franciliennes, recensées par le Club ETI. La Figure 3 présente les secteurs des entreprises rencontrées dans le cadre des entretiens et de celles ayant répondu au questionnaire.

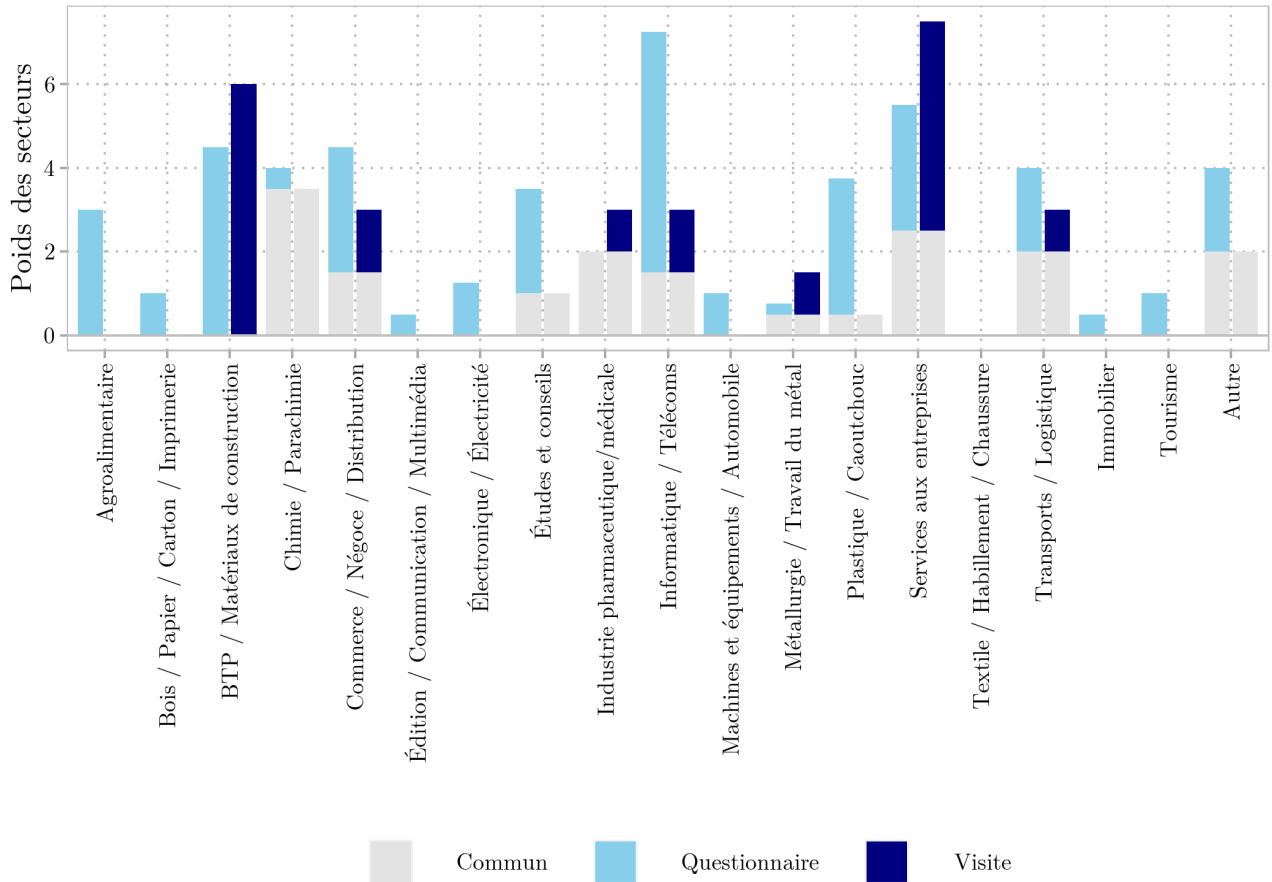
L'analyse des comportements d'acquisition des entreprises s'inscrit dans un champ de recherche économique balisé portant, d'une part, sur les motivations poussant une entreprise à en acquérir d'autres ; et, d'autre part, sur l'étude de la performance de ces acquisitions⁷.

5. La liste des ETI rencontrées est présentée en Annexe 1.

6. Le contenu du questionnaire est présenté en Annexe 2.

7. L'Annexe 3 donne une revue de littérature de ces sujets.

FIGURE 3 – Secteurs des entreprises visitées et répondantes



Remarque : Lorsqu'une entreprise déclare n secteurs, chaque secteur est crédité d'un poids de $1/n$. Le poids d'un secteur est la somme des poids ainsi obtenus pour toutes les ETI.

Lecture : Parmi les 52 ETI ayant répondu au questionnaire, 6 ont déclaré que leur activité principale appartenait à la catégorie Chimie/Parachimie. Parmi ces 6 entreprises, 2 ont également déclaré un autre secteur. Aussi, le score de cette catégorie est le résultat de la somme $1+1+1+1/2+1/2=4$. De même, parmi les 37 ETI rencontrées en entretiens, 3 ont déclaré que leur unique secteur d'activité était Transports/Logistique. Les poids en gris représentent les scores des ETI ayant été rencontrées en entretien et ayant répondu au questionnaire, ce qui représente 17 individus.

Lors de notre enquête de terrain, il est apparu que cette littérature ne permettait pas à elle seule d'expliquer les faits observés. En effet, les comportements d'acquisition des ETI semblent dépendre aussi de caractéristiques propres à cette catégorie d'entreprise, à savoir (i) le caractère familial de la propriété et du *management*, (ii) le rôle joué par les fonds d'investissement, (iii) le poids de l'expérience et (iv) la personnalité du dirigeant⁸.

Les résultats obtenus sont présentés suivant la chronologie d'une opération d'acqui-

8. Le caractère familial d'une entreprise ainsi que son expérience ont fait l'objet de la construction de deux catégories utiles à l'interprétation des résultats. La première identifie le caractère familial de l'entreprise, la seconde permet de distinguer les acheteurs occasionnels et en série. Ces catégories sont définies dans l'Annexe 5

tion dont les principales étapes sont rappelées ci-dessous.

- **Motivations à acheter, chapitre 1**

Le choix de recourir à la croissance externe est stratégique et répond généralement à un objectif précis qui dépend, notamment, de la volonté du dirigeant, de la taille de l'entreprise, de la présence de financiers au capital ainsi que de sa structure de propriété et de gouvernance.

- **Choix des cibles et stratégies d'acquisition, chapitre 2**

Une fois les motivations posées, un acquéreur doit être en mesure d'identifier des cibles potentielles et de choisir celle qu'il retiendra. Le choix et l'identification impliquent des coûts que les plus grandes entreprises sont plus à même de supporter et bénéficient de l'expérience accumulée lors d'acquisitions précédentes. De manière importante, le choix de la cible est primordial pour la réussite de l'opération mais est soumis à d'importantes asymétries d'information que les stratégies d'acquisition peuvent atténuer en créant les bonnes incitations.

- **Défis de l'intégration, chapitre 3**

Une fois les motivations établies, la cible définitive choisie et acquise, l'acheteur doit encore l'intégrer. La rentabilité de l'acquisition dépend grandement de la capacité de l'acheteur à intégrer qui évolue avec l'expérience.

Chapitre 1

Acheter ou ne pas acheter

Les stratégies de croissance externe sont hétérogènes, notamment en ce qui concerne la fréquence et l'intensité. En particulier, parmi les 52 répondants à notre questionnaire, 8 déclarent ne pas avoir réalisé d'acquisition depuis 2010, 19 ont réalisé au cours de cette période entre 1 et 5 acquisitions, 12 entre 6 et 10, et 13 plus de 11.

Cette hétérogénéité ne peut être expliquée ni par un manque de moyens ni par une méconnaissance du sujet. En effet, comme nous l'avons montré dans un rapport de 2021 sur la croissance et la gouvernance des ETI d'Île-de-France⁹, les ETI ont tendance à se rapprocher de la structure de financement des GE. Les taux qui leur sont accordés sont plus proches de ceux des GE que de ceux des PME. En outre, leurs demandes de crédits sont majoritairement satisfaites. Plus encore, les ETI ont accès à, et savent utiliser d'autres moyens de financement tels que les titres de créances négociables ou le recours aux fonds d'investissement. En somme, et comme le conclut la BPI, seules 3 % des ETI ont eu des difficultés majeures pour se financer en 2020¹⁰, c'est trop peu pour expliquer l'hétérogénéité observée.

Par ailleurs, l'étude des motivations n'explique pas davantage l'hétérogénéité observée. Certes, les motivations de la croissance externe sont diverses. Mais, dans les faits, elles apparaissent spécifiques à chaque entreprise. Aussi, n'est-il pas réaliste d'expliquer

9. Mines ParisTech-PSL, Croissance et gouvernance des ETI d'Île-de-France, 1er février 2021.

10. Banque Publique d'Investissement, « ETI enquête 2021 », page 27.

l'ampleur des acquisitions par la poursuite de tel ou tel objectif. Plus révélatrices sont les raisons des échecs. En d'autres termes, la question « pourquoi vouliez-vous acquérir ? » porte moins de sens que la question « pourquoi n'avez-vous pas pu acquérir ? ».

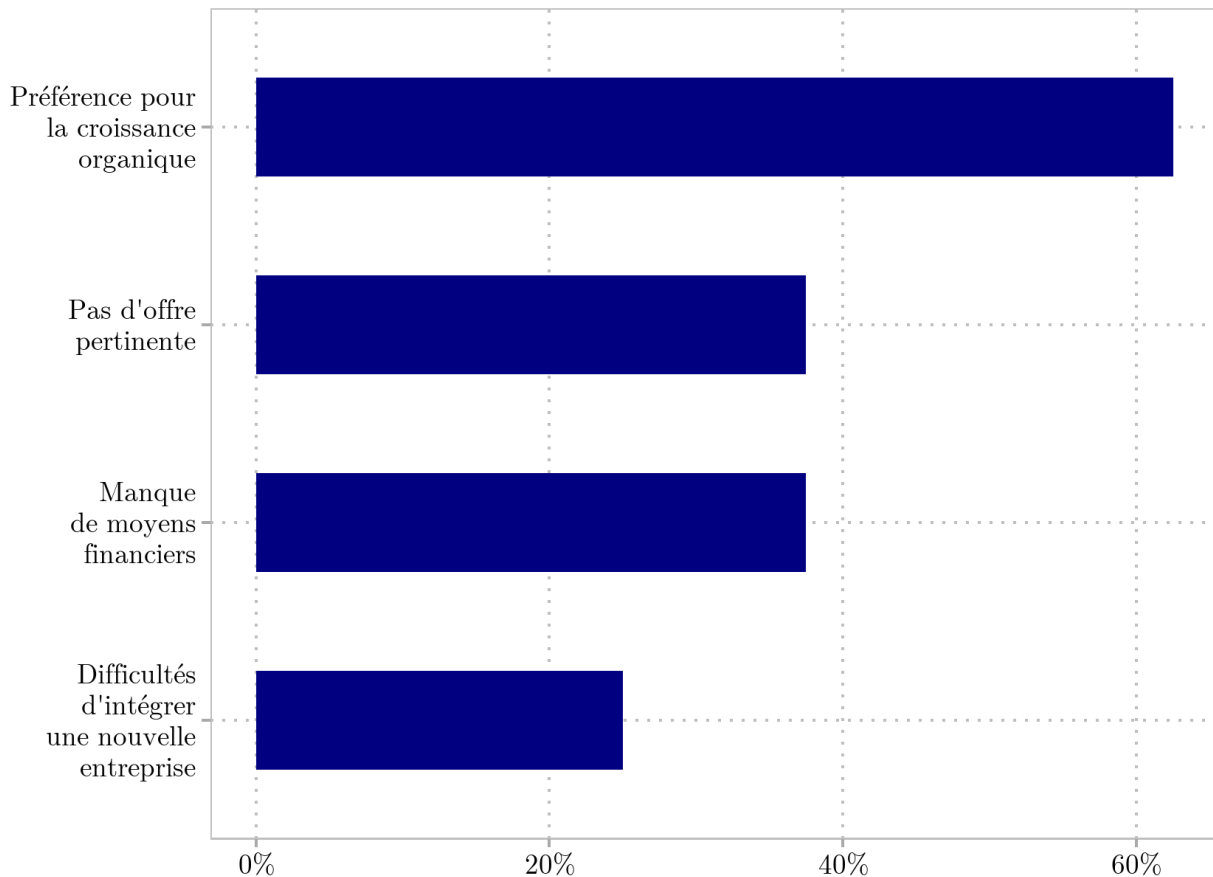
Les entretiens et les réponses au questionnaire font apparaître trois facteurs décisifs. Ils peuvent être décrits comme suit.

- **Si l'entreprise peut se vendre, elle sait mieux acheter.** Les ETI réalisant le moins d'acquisitions, ou échouant dans leurs projets d'achat, sont celles qui se considèrent comme moins « liquides », c'est-à-dire celles (i) ne souhaitant pas perdre de contrôle en échange d'un afflux monétaire, (ii) n'ayant pas achevé la dépersonnalisation de leur *management* et (iii) ne se percevant pas comme « potentiellement à vendre » sur le marché des acquisitions.
- **Des marchés plus atomisés.** De manière évidente, mais importante à rappeler, l'intensité et le succès des acquisitions dépendent également de la configuration des marchés de l'ETI. Certains marchés sont plus propices que d'autres aux acquisitions. Un marché en croissance ou en consolidation offre plus de cibles potentielles qu'un marché de niche ne comptant que quelques acteurs. De même, l'acquisition d'entités de taille moindre (sans être trop petites) est généralement plus aisée qu'une fusion entre égaux.

Les réponses au questionnaire illustrent ces facteurs. Les 8 ETI de l'échantillon n'ayant pas réalisé d'acquisition depuis 2010 évoquent majoritairement une préférence pour la croissance organique, et, dans une moindre mesure, un manque de cibles, de moyens financiers, ainsi que des difficultés d'intégration (Figure 4).

La préférence pour la croissance organique correspond au manque de « liquidité » de l'entreprise ainsi qu'à la forte personnalisation de sa structure. C'est aussi le cas du manque déclaré de moyens financiers. Pourtant, seules 3 % des ETI rencontrent des difficultés pour se financer. Aussi, ce manque semble-t-il moins dû à un défaut de marché qu'à la volonté des ETI de ne pas ouvrir leur capital ou perdre du contrôle. Le manque d'offres pertinentes peut, quant à lui, être rapproché de la configuration du marché. Enfin, les difficultés d'intégration correspondent sans doute, pour partie, à la nature de l'opération et, pour partie, au manque de « liquidité » de l'entreprise.

FIGURE 4 – Raisons de l’absence de recours à la croissance externe



Lecture : Parmi les 8 ETI n'ayant pas réalisé d'acquisition depuis 2010, 5, soit 62,5 %, déclarent une préférence pour la croissance organique.

1.1 Des motivations, mais pas seulement ...

De très nombreuses motivations incitent à la croissance externe. Celles rencontrées dans l'enquête sont listées ci-dessous, accompagnées d'illustrations tirées des entretiens.

- Diversification.** Une implantation sur de nouveaux marchés engendre au moins deux types de bénéfices pour les entreprises. Premièrement, elle augmente la demande potentielle, ce qui est susceptible de dynamiser la croissance. Deuxièmement, elle permet de diversifier le risque supporté par l'entreprise, ce qui la rend plus résiliente et, *in fine*, augmente sa valeur. Il existe deux types principaux de diversification. D'abord, la diversification géographique où l'entreprise, par l'opération d'acquisition, obtient l'accès à de nouveaux marchés locaux pour son marché de produit. Ensuite, la diversification d'activité où l'entreprise, par l'opération d'acquisition,

obtient l'accès à un nouveau marché de produit. Pour ces diversifications, le recours à la croissance externe est souvent nécessaire comme le montrent les illustrations suivantes tirées de l'enquête de terrain.

Croissance externe et diversifications

L'importance de la notoriété pour une diversification géographique. Il ressort de nos entretiens avec les dirigeants des ETI d'Île-de-France que la croissance externe apparaît parfois nécessaire pour une stratégie de diversification géographique. En effet, la notoriété semble être une condition *sine qua non* à l'implantation sur un territoire. Or, constituer une image de marque est un processus long et coûteux. Aussi, de nombreuses ETI ont préféré acquérir des entreprises déjà connues dans le secteur ciblé.

La croissance internationale. Les entreprises qui suivent une logique d'internationalisation rapide cherchent à acquérir des relais géographiques avec une structure juridique en place ainsi que des équipes expérimentées qui connaissent le marché. Le choix des cibles est stratégique : il s'agit à la fois de choisir un pays ou une région où l'ETI souhaite s'implanter et, au sein de ces pays, une entreprise maîtrisant son marché national ou local. Par exemple, une ETI souhaitant s'étendre en Chine, rencontrée lors de l'enquête, n'a pas fondé son raisonnement sur la santé de la cible mais a choisi d'acquérir une société fondée par des français et ce malgré sa mauvaise santé financière.

L'importance des compétences spécifiques pour une diversification d'activité. Le développement de compétences, d'un savoir-faire et d'une clientèle dans un nouveau secteur d'activité est un processus à la fois long et risqué. Aussi, il peut être préférable pour une entreprise d'acquérir un acteur déjà actif sur le marché ciblé plutôt que de se développer elle-même dans cette branche. Cette stratégie a notamment été suivie par une entreprise spécialisée dans la location de matériel et de décoration rencontrée dans le cadre de l'enquête de terrain. Cette entreprise a fait le choix d'acquérir une entreprise spécialisée dans la location de mobilier haut de gamme plutôt que de développer elle-même une offre pour cette gamme.

La stratégie du « one stop shop ». Dans le secteur des études d'ingénierie et de la construction, les clients préfèrent en général avoir un nombre minimum de contrats, voire un seul contrat, pour un projet donné. Un groupe qui se diversifie peut répondre à cette demande en intégrant toutes les activités tournant autour d'un projet pour proposer un ensemble complet de services. Les cibles sont donc des entreprises qui apportent une compétence ou un service supplémentaire et complémentaire à l'offre existante. Des entreprises avec des compétences rares et spécifiques peuvent ainsi être des cibles pour les ETI qui veulent entrer sur des marchés de niche à haute valeur ajoutée. C'est le cas d'un transporteur qui est entré sur le marché du transport d'œuvres d'art et de produits de luxe via une acquisition.

- **Créer des complémentarités.** La maîtrise de la chaîne d'approvisionnement permet un meilleur contrôle des coûts, de la qualité du produit ainsi que de sa distribution et de la relation avec les clients. S'ouvrir à d'autres activités peut créer des complémentarités et une meilleure allocation des ressources.

Recherche de complémentarités

Une grosse ETI du bâtiment a acheté une entreprise de promotion immobilière. Sa stratégie joue sur la complémentarité financière des deux activités. L'activité de construction opère généralement en trésorerie positive tandis que la promotion requiert des liquidités. En finançant la promotion par la trésorerie de la construction, l'entreprise actionne un levier de croissance.

- **Acquisition de ressources humaines.** Certaines ETI connaissent des difficultés à recruter, et particulièrement à attirer des compétences expertes. Dans ce contexte, la croissance externe est un moyen d'étoffer ses ressources humaines.

Acheter pour recruter

Dans le secteur informatique, le recrutement est l'un des principaux freins à la croissance. Les entreprises rencontrées ont souvent recours à la sous-traitance, coûteuse et sans apport durable. En outre, certaines tâches ne sont pas sous-traitables tandis que d'autres sont plus productives lorsqu'elles sont faites au dehors. La croissance externe est souvent le seul moyen d'acquérir les compétences-clés.

- **Obtention d'un pouvoir de marché.** La croissance externe peut servir à prévenir les mouvements des concurrents.

Rachats préventifs

Une entreprise de transport rencontrée dans l'enquête a racheté certains de ses partenaires en difficulté afin d'éviter qu'ils ne le soient par un concurrent. Une autre, du secteur de l'événementiel, a manqué un rachat qui a profité à un concurrent.

- **Obtention d'une taille critique.** Sur certains marchés, la survie et, *a fortiori*, la crois-

sance sont conditionnées à l'atteinte d'une taille minimum, dite « taille critique », favorisant des économies d'échelle, des effets de gamme ou des effets de réseau.

- **Maîtrise d'un portefeuille technologique.** Une opération de croissance externe peut être justifiée par l'acquisition d'une technologie nécessaire à la survie et à la croissance sur le marché.

De manière notable, ces éléments correspondent aux principales directions de la croissance externe relevées dans la littérature ¹¹. Néanmoins, ces catégories de motivations ne peuvent expliquer toute l'hétérogénéité du recours à la croissance externe, ce pour au moins deux raisons.

- Primo, les motivations sont très souvent multiples. Parmi les 31 ETI ayant répondu au questionnaire et ayant effectué entre 1 et 10 acquisition depuis 2010, 19 combinaisons de raisons différentes ont été évoquées. Pour les 12 ETI ayant répondu au questionnaire et ayant effectué plus de 11 acquisitions depuis 2010, 10 combinaisons de raisons différentes ont été évoquées. Il ressort de ce résultat que les motivations des acquisitions sont largement spécifiques à l'entreprise concernée, même en considérant des catégories très larges.
- Secundo, les motivations évoquées dépendent des besoins et des opportunités du moment. Il ne fait pas sens d'assigner à un type d'entreprises certaines catégories de motivations. Par exemple, une entreprise du Club spécialisée dans la location de matériels de réception, a poursuivi, au fil de ses acquisitions, la quasi-totalité des motivations évoquées ci-dessus.

1.2 Si l'entreprise peut se vendre, elle sait mieux acheter

Le premier facteur incitatif de croissance externe apparaissant dans notre analyse est le caractère « liquide » de l'entreprise. Ce terme ne doit pas être entendu sous son aspect monétaire mais renvoie à l'agilité de la structure. Plus précisément, les ETI les

11. Ces directions sont notamment évoquées dans le chapitre 14 de Hampton (2011).

plus actives sur le front des acquisitions sont celles qui sont les mieux enclines à consentir un changement de structure, de fonctionnement, de gouvernance.

Il apparaît en particulier que la réticence à faire entrer un fonds au capital constitue un facteur inhibiteur de croissance externe. Par exemple, le dirigeant d'une ETI du secteur informatique, affichant pourtant une croissance et une rentabilité remarquable, a renoncé à sa volonté d'acheter par manque de fonds propres. Souvent, la volonté de conserver un contrôle et une identité tout en faisant de la croissance externe se traduit par des règles explicites.

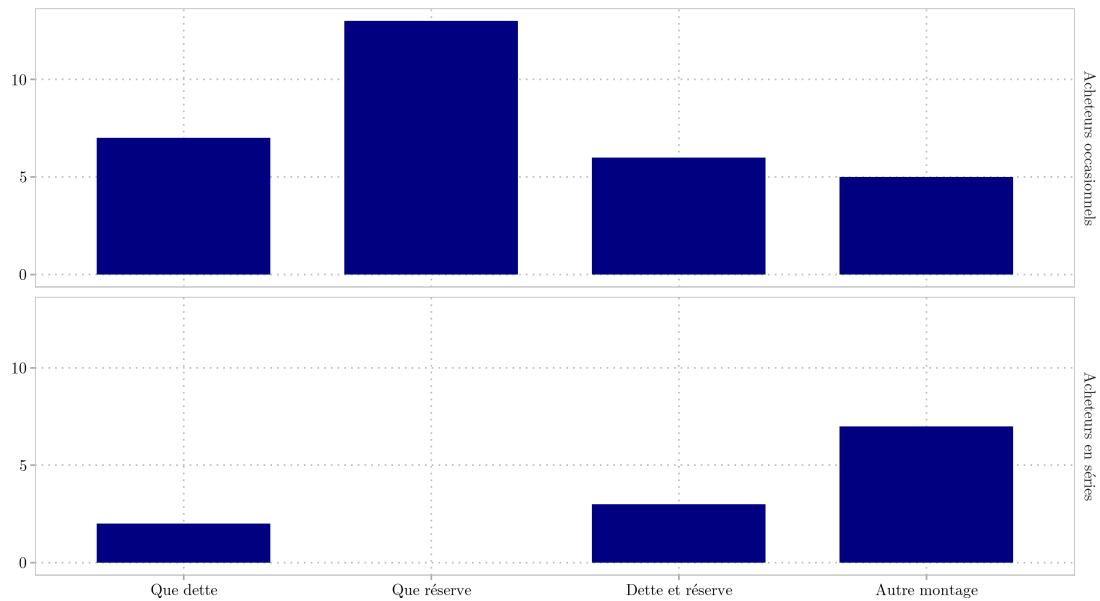
Croissance externe vs croissance interne

Le directeur général d'une ETI du BTP affirme que le bon équilibre de la croissance est atteint pour un tiers de croissance externe et deux tiers de croissance organique. Le besoin de développement rapide justifie la mise en œuvre de croissance externe ; mais la volonté de préserver l' « ADN du groupe » et de garder le contrôle impose qu'une certaine mesure soit respectée.

Cette rigueur apparaît clairement dans les réponses du questionnaire. Parmi les 8 ETI n'ayant pas déclaré d'acquisition depuis 2010, seulement une accueille un fonds à son capital, alors que des fonds participent à toutes les entreprises ayant réalisé plus de 20 acquisitions depuis 2010. Ce résultat éclaire le lien entre fonds d'investissement et acquisitions. Si la présence d'un fonds au capital se traduit par une propension à acquérir, c'est que le fonds y voit une opportunité de sortir à son avantage. Et inversement, la présence d'un fonds au capital soutient une volonté d'acquérir.

Cela se confirme en considérant les modes de financement des ETI décrits en Annexe 6. Comme le montre la Figure 5, les acheteurs en série ne déclarent jamais recourir uniquement à leurs fonds propres mais préfèrent d'autres montages, impliquant des fonds, des échanges d'actions ou une augmentation du capital. De manière intéressante, les préférences de financement des acheteurs occasionnels sont inverses : ils préfèrent les modes de financement modifiant le moins la structure du contrôle. Le remboursement d'un prêt est moins disruptif qu'une ouverture du capital.

FIGURE 5 – Mode de financements

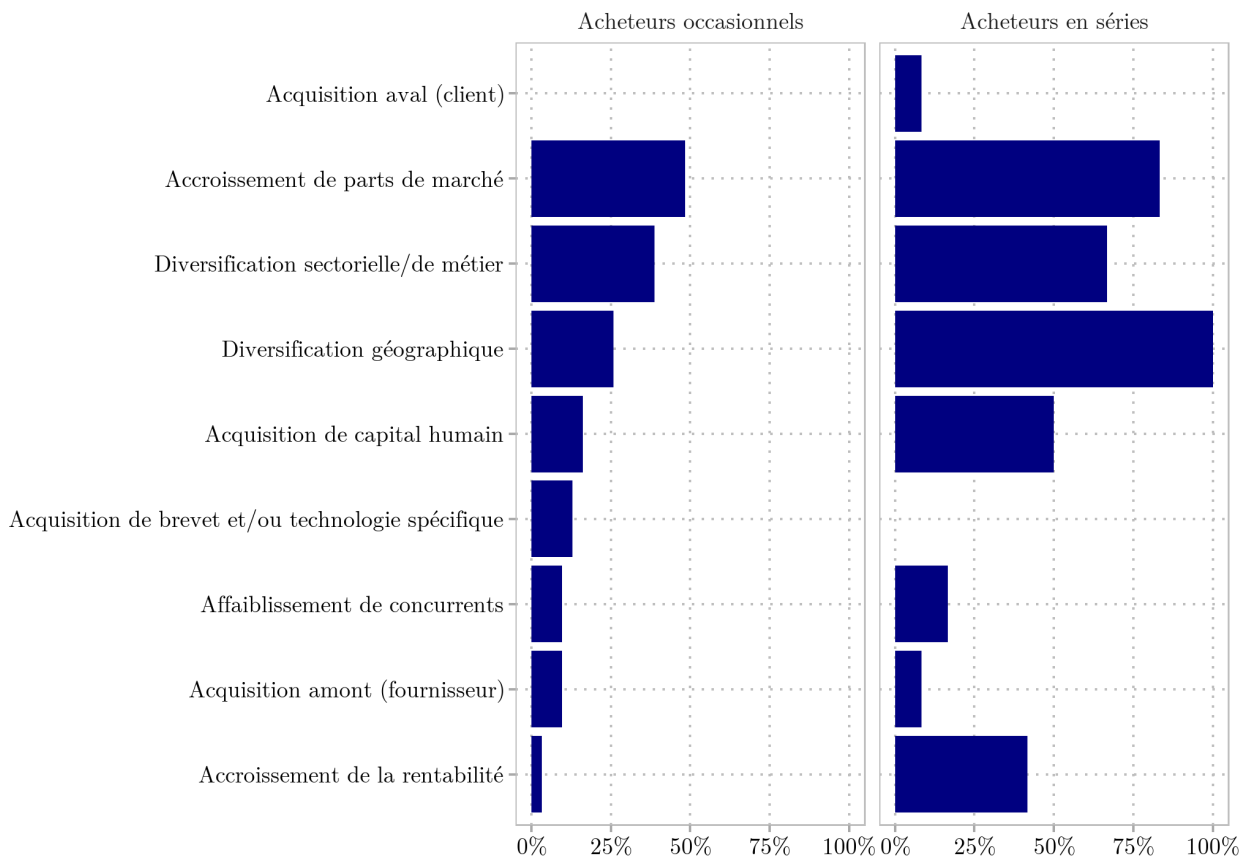


Lecture : Parmi les 12 acheteurs occasionnels ayant renseigné la question, aucun n'a recours qu'à ses réserves.

Les entreprises les plus actives sur le front des acquisitions sont les moins réticentes à l'ouverture de leur capital, notamment aux fonds d'investissement. Elles ne considèrent pas ces fonds comme des rivaux dans le contrôle mais comme des investisseurs de passage, opportunistes, lorgnant sur les bénéfices de la croissance. Ces ETI voient les fonds comme des actionnaires passifs car dépendants de leur savoir-faire et moins au fait qu'elles des arcanes de leurs marchés. Et se voient elles-même comme d'excellents partis. Une entreprise de chimie de spécialité qualifiable d'acheteuse en série se flatte d'avoir fait tourner plus de cinq fonds au cours des douze dernières années.

Ce lien entre liquidité de l'entreprise et acquisitions apparaît également dans les motivations déclarées. La Figure 6 montre que les acheteurs en séries n'évoquent pas les mêmes objectifs et que si l'objectif déclaré n'explique pas le comportement d'achat, un lien existe entre le nombre d'acquisitions et certaines motivations.

FIGURE 6 – Motivations des acquisitions



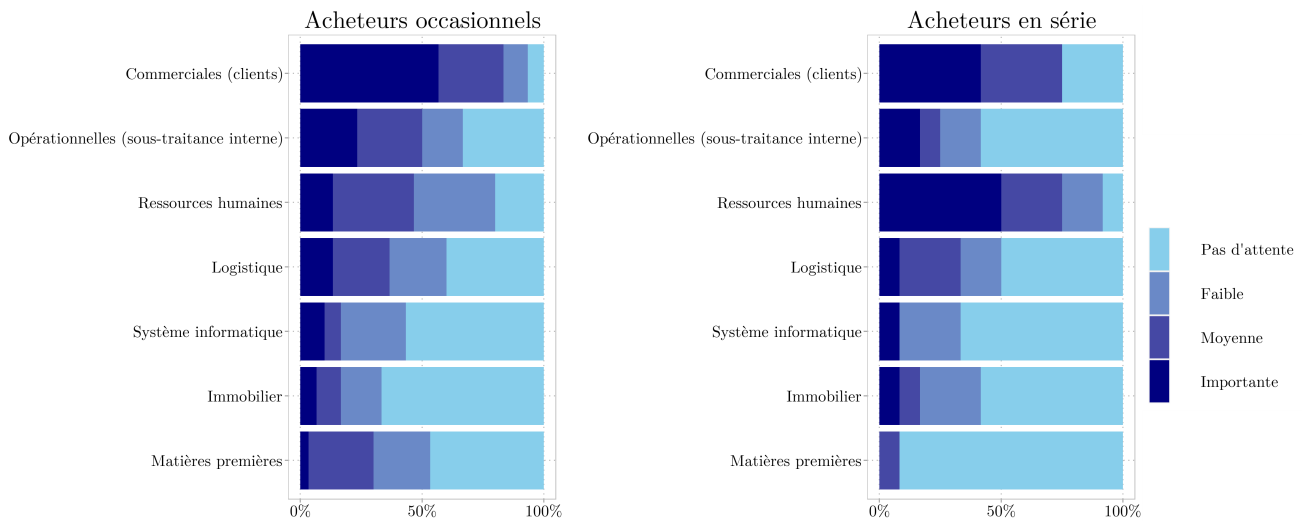
Lecture : Parmi les 31 acheteurs occasionnels ayant répondu à la question 'Quels sont les objectifs de vos acquisitions ? (plusieurs réponses possibles)', 15, soit 48,4 % ont déclaré que l'Accroissement de parts de marché constitue une motivation importante. Parmi les 12 acheteurs en série, ils sont 10, soit 83,3 % à avoir identifié cet objectif.

On voit ainsi que les acheteurs en série consentent une modification plus ample de leur structure, de leur organisation et de leur contrôle de l'entreprise. Les diversifications sectorielles et géographiques sont plus fréquentes pour les acheteurs en série et impliquent, pour le dirigeant, une délégation de la gestion des sites éloignés et des métiers dont il n'a pas l'expertise. Cet effet joue aussi avec les ressources humaines. L'emploi de nouvelles compétences stratégiques peut engendrer un changement de la répartition de l'influence au sein de la gouvernance. Ce lien étroit entre dépersonnalisation du *management* et ambition des acquisitions apparaît comme un second facteur de la croissance externe. Il attribue à la dépersonnalisation, déjà mentionnée dans notre précédent rapport, un enjeu supplémentaire.

Ce lien apparaît de manière aussi dans l'étude des synergies attendues de la Figure 7. Elle montre que les acheteurs en série attendent moins de nouveaux clients que de

nouveaux talents pouvant affecter leur structure et modifier leur contrôle.

FIGURE 7 – Synergies attendues



Lecture : Parmi les 30 acheteurs occasionnels ayant répondu à la question 'Quelles étaient les synergies attendues ? ', 17, soit 56,7 % ont déclaré que des synergies commerciales importantes étaient attendues. Seuls 5 acheteurs en série sur les 12 répondants, soit 41,7 %, attendent des synergies commerciales importantes.

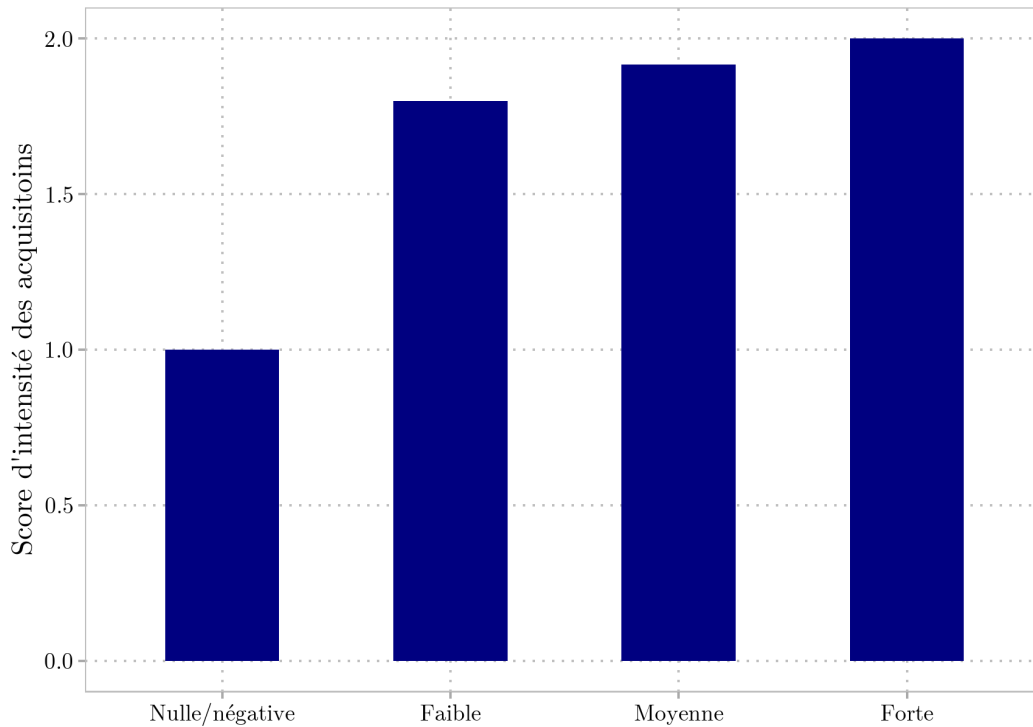
En somme, la personnalisation du contrôle ainsi que la charge émotionnelle placée dans l'entreprise sont pour beaucoup dans le succès des ETI. Mais elle peuvent en ralentir l'expansion en introduisant des freins à la croissance externe. En effet, il apparaît que les dirigeants qui considèrent leur entreprise comme « pouvant être revendue » sont plus enclins à recourir à la croissance externe. Cela s'observe notamment pour les ETI qui ont fait l'objet d'une acquisition et dont le dirigeant est détaché de l'histoire ; et de certaines ETI qui ont été transmises. Autrement dit, un actionnariat ayant déjà connu le marché semble plus prompt à recourir à la croissance externe.

1.3 Des marchés plus atomisés

Parmi les facteurs de la croissance externe, il convient aussi d'évoquer les facteurs contextuels. En effet, le recours aux acquisitions est bien plus aisé dans les marchés en croissance comptant de nombreux concurrents que sur des marchés de niche où seuls quelques acteurs sont actifs. L'abondance de cibles ne permet pas seulement de choisir, mais aussi d'évaluer la performance de chacune et le surcroît de compétitivité qu'apportera la fusion.

Cet état de fait apparaît clairement dans les réponses au questionnaire où existe une relation croissante entre le niveau de croissance du secteur et l'intensité des acquisitions comme le montre la Figure 8.

FIGURE 8 – Intensité des acquisitions en fonction de la croissance du marché



Remarque : L'intensité des acquisitions est encodée comme suit : aucune acquisition = 0, entre 1 et 5 = 1, entre 6 et 10 = 2, entre 11 et 20 = 3 et plus de 20 = 4. L'intensité d'acquisition pour un niveau de croissance est la moyenne des intensités déclarées par les ETI pour ce niveau de croissance.

*Lecture : Parmi les 11 ETI ayant déclaré une croissance forte et ne préférant pas la croissance organique : 2 n'ont déclaré aucune acquisition, 3 de 1 à 5 acquisitions, 1 de 6 à 10 acquisition, 3 de 11 à 20 acquisitions et 2 plus de 20 acquisitions. L'intensité d'acquisition pour ce niveau de croissance est donc de $(2*0+3*1+1*2+3*3+2*4)/11 = 2$.*

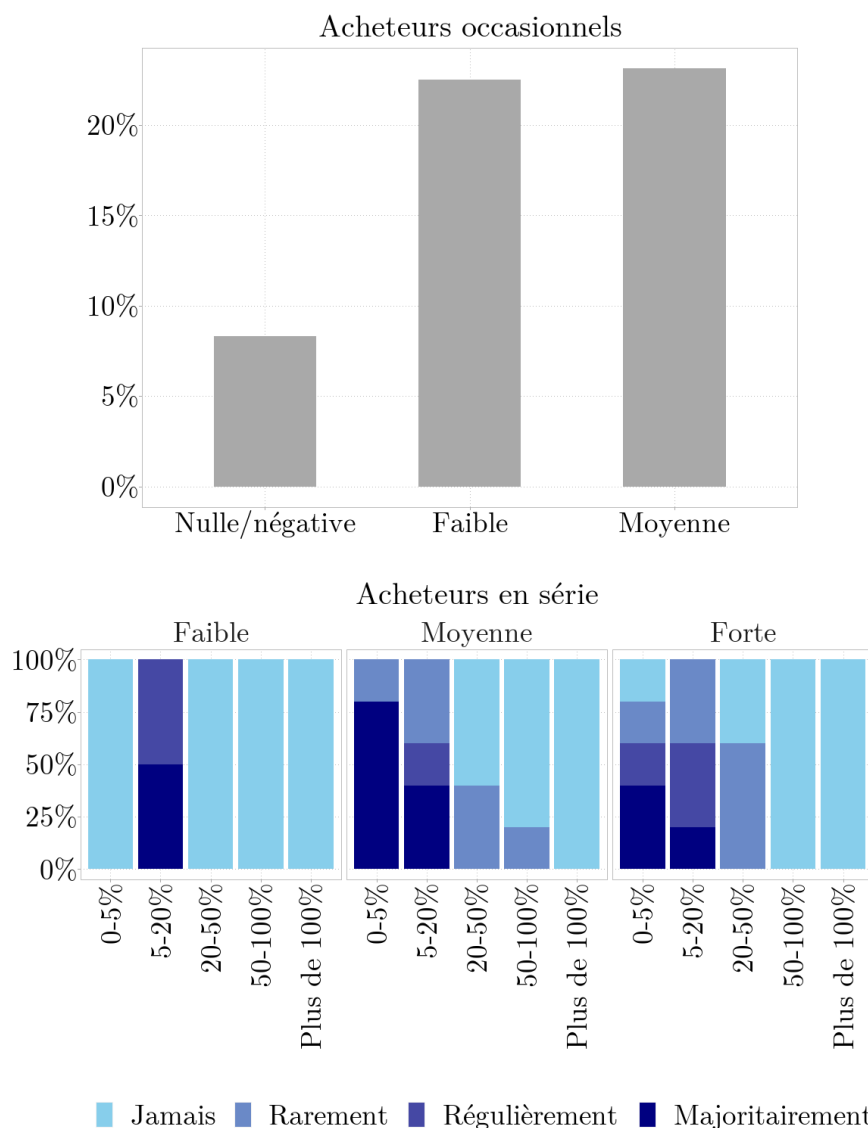
Ainsi, le secteur de l'informatique, qui fait partie des plus dynamiques, achète et vend à tout va, alors que ce fabricant de pièces pour véhicules utilitaires, un marché de niche s'il en est, peine à trouver des cibles.

De même, il est a priori facile d'acquérir une PME dont les process sont souvent sans mystère et où le rapport de force est à l'avantage de l'acquéreur. Encore faut-il que la structure soit transparente et le personnel coopératif. En outre, si elle est trop petite, les coûts de transaction peuvent être dissuasifs. Plus difficile en revanche d'opérer une fusion entre égaux qui peut s'avérer un conflit entre egos. Une des entreprises visitées a engagé une telle fusion il y a deux ans pour promouvoir un effet de taille, et semble désormais

faire machine arrière.

L'achat appelle l'achat. L'intégration réussie engendre une dynamique. Elle permet à l'entreprise d'accéder à plus de cibles, à mieux anticiper leur intégration, et facilite l'accès au cash. Un acheteur expérimenté anticipe le gain de compétitivité qu'il fera faire à la cible, et calcule son retour, non seulement sur la hausse des multiples, mais sur celle du taux de marge qu'il espère obtenir. Ce phénomène est illustré par la Figure 9 qui montre que la taille relative des cibles est en moyenne plus faible pour les acheteurs en série que pour les occasionnels.

FIGURE 9 – Taille relative de la cible en chiffre d'affaires par catégorie et niveau de croissance



Remarque : Le niveau de croissance forte n'est pas présenté pour les acheteurs occasionnels du fait de la présence d'incohérences dans les réponses reçues.

Lecture : Pour les 17 acheteurs occasionnels actifs dans un secteur à la croissance moyenne, le rapport de chiffre d'affaires entre la dernière cible et l'acheteur est de 23,1 % en moyenne. Pour les acheteurs en série, parmi les deux répondants actifs sur un marché en faible croissance, la taille moyenne des cibles est, majoritairement pour une ETI, et régulièrement pour une autre, comprise entre 5 et 20 % du chiffre d'affaires de l'acheteur. Les autres cas ne semblent être jamais rencontrés pour ce niveau de croissance.

Chapitre 2

Des chasseurs et des cibles

Le marché des acquisitions est en perpétuel mouvement, ce qui requiert une veille active et des réactions rapides. La rapidité se justifie par l'opportunité et la concurrence qu'elle suscite. Manquer une opportunité revient à favoriser un concurrent, autant dire une double peine.

Malgré cet impératif, l'acheteur ne peut agir sans prudence. Il est en asymétrie d'information et peut se tromper, ou être trompé, sur le potentiel de la cible. Une entreprise à vendre a pour objectif de maximiser sa valorisation. Elle est incitée à se montrer plus belle qu'elle n'est. Les économistes assimilent ce phénomène à celui de la vente des voitures d'occasion. De tels cas ont souvent été décrits lors des entretiens.

Déjouer les vices cachés

L'acheteur ne connaît pas a priori la véritable qualité de sa cible. Un dirigeant raconte une expérience malheureuse dans laquelle la cible semblait prometteuse alors que la moitié des employés n'était pas sous contrat.

La mise en place d'une Garantie Actif-Passif. Afin de se protéger du risque de vice caché, le dirigeant d'une entreprise de marketing a exigé, lors du rachat d'une entreprise étrangère, une clause de Garantie Actif-Passif. Cette clause fait supporter au vendeur les conséquences financières d'une augmentation du passif (ou d'une diminution de l'actif) de l'entreprise cédée après l'opération.

Les difficultés ne s'arrêtent pas là pour l'acheteur qui doit encore négocier les termes du rachat, convaincre la cible de sa bonne intégration et inciter le personnel arrivant à continuer de fournir son effort.

Selon l'enquête et le questionnaire, le succès des ETI face à ces enjeux dépend de quatre facteurs principaux :

- **Créer et profiter de l'occasion.** Les entreprises réussissant leurs acquisitions sont opportunistes. Elles sont en permanence à l'affût, font preuve de patience, d'ingéniosité pour débusquer les opportunités et de rapidité pour les saisir.
- **La personne du dirigeant.** La connaissance du marché par le dirigeant permet d'être informé de l'apparition d'opportunités, d'éviter les pièges et d'estimer les bénéfices attendus. Plus importante encore, l'expérience du dirigeant lui permet de comprendre les objectifs de la cible et de composer le *deal* gagnant-gagnant.
- **Asymétries d'information.** L'acheteur fait face à d'importants problèmes de sélection adverse et d'aléa moral dans sa relation avec la cible. De nombreux outils sont à sa disposition pour les résoudre.
- **Le rôle-clé de l'expérience.** L'ensemble des difficultés citées sont appréhendées avec plus de sérénité lorsque l'expérience augmente. Même si les situations ne se répètent pas, on apprend toujours d'un mécompte et il n'y a pas d'autre moyen d'accumuler cette connaissance. Acquérir s'apprend en achetant, ce qui fait du décideur expérimenté un acteur peu substituable.

2.1 Créer et profiter de l'occasion

Les acquisitions sont un important facteur de croissance pour les entreprises. Pour les 48 ETI ayant répondu à la question dédiée dans le questionnaire, la croissance externe compte pour plus de 28 % de leur croissance totale.

Ce chiffre, quoi qu'élevé, cache pourtant une part de l'importance de la croissance externe. En effet, les opérations d'acquisitions élèvent la compétitivité. Elles sont cruciales pour le développement et la survie de l'entreprise à long terme. Rater une opportunité

n'implique pas seulement un manque à gagner, mais donne un avantage au concurrent qui achète. La menace de cette double peine incite les entreprises à rester à l'affût. Traquer les cibles fait partie de la veille concurrentielle.

De plus, la croissance externe sert à soutenir le développement d'une entreprise sur le chemin du succès à long terme. En effet, l'innovation, l'acquisition de nouvelles compétences et le lancement de nouvelles branches sont dynamisés par des rachats. Rater ces opportunités peut ralentir une entreprise, donner un avantage décisif aux concurrents, mettre en danger son avenir.

Les entreprises ayant le plus de réussite sur le front des acquisitions exercent une veille constante du marché, leur permettant d'identifier vite et sans faille les opportunités, mais aussi d'en créer.

Cette veille active peut prendre des formes diverses comme un abonnement à des *newsletters* ou à des journaux financiers, la création d'équipes dédiées, le contact avec des banques ou le recours à des services spécialisés.

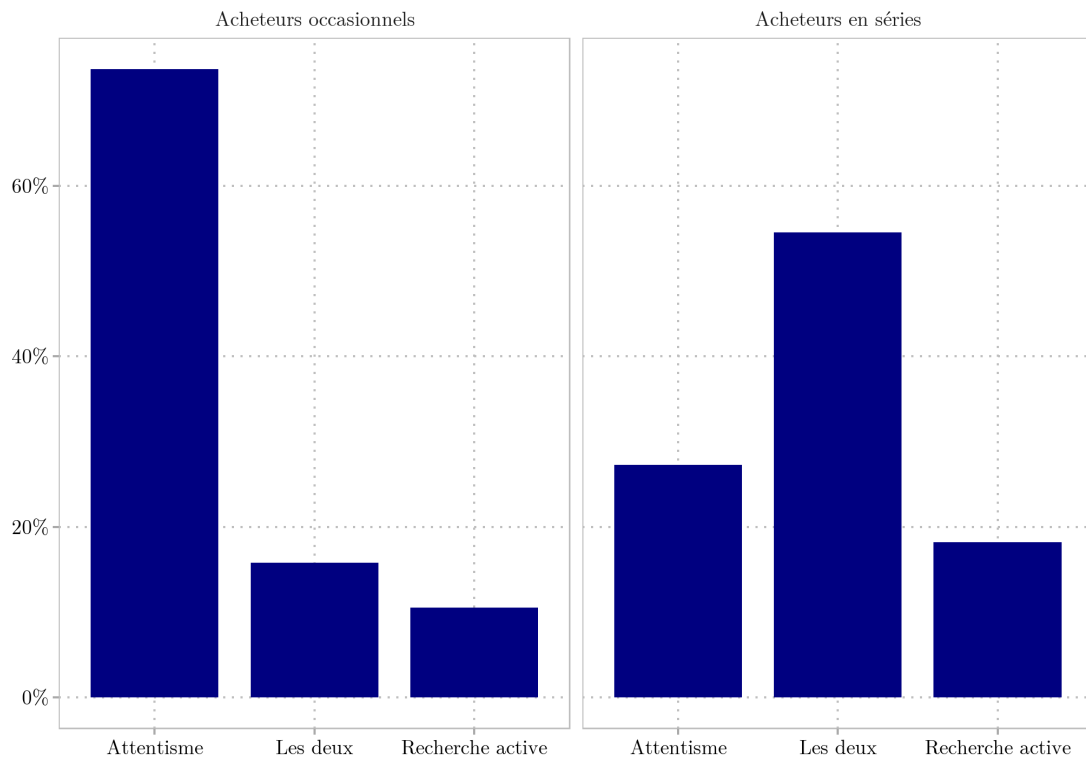
Modes de recherche active

Mandats confiés. Plusieurs ETI ont confié des mandats à des structures bancaires afin de trouver une cible correspondant à leurs besoins.

Stratégies avancées. Une des ETI visitées a automatisé sa veille. Elle recourt à un prestataire, *Finquest*, spécialiste de l'intelligence artificielle et du traitement de données pour repérer des cibles potentielles à travers le monde.

Le questionnaire confirme cette approche, comme l'illustre la Figure 10. On y voit une corrélation entre le nombre d'acquisitions réalisées et le recours à la recherche ou à la surveillance active. Ces résultats montrent qu'il ne suffit pas d'attendre que des opportunités s'offrent, il convient également de les provoquer.

FIGURE 10 – Stratégie de recherche en fonction de la catégorie



Remarque : Lorsqu'une ETI déclare utiliser les deux modes de recherche, elle n'est comptabilisée que dans cette catégorie.

Lecture : Parmi les 19 acheteurs occasionnels ayant indiqué qu'ils trouvaient leur cible passivement ou recherche active, 14, soit 73,7 % déclarent avoir bénéficié uniquement d'une opportunité.

2.2 La personne du dirigeant

La recherche de cibles coûte en temps. Elle requiert un effort pour être informé avant les autres et profiter d'un réseau. Ces tâches sont parfois sous-traitées à des cabinets spécialisés ou menées en interne par des équipes dédiées. Selon un directeur, il s'agit d'un « métier de frustration totale » car les dossiers à étudier sont nombreux et aboutissent rarement.

Ces coûts peuvent être réduits quand le dirigeant a une connaissance intime de son marché, des marchés connexes, et de leurs acteurs. C'est cela qui lui permet de percevoir et de saisir les opportunités. Certes, cette connaissance est plus facile à acquérir sur certains marchés que sur d'autres. Divers dirigeants choisissent de s'associer à des équipes de recherche composées d'experts métier.

Une fois la cible identifiée, il faut l'évaluer. Cet audit est critique, tant sous l'aspect technique que sous l'aspect juridique et financier. Il a aussi une composante humaine et requiert des talents d'enquêteur. L'expérience du dirigeant est déterminante dans la conduite du Q&A révélateur des forces et des faiblesses de la cible, ainsi que des motivations du vendeur.

La dernière étape d'une opération d'acquisition est la phase de négociation. Cette étape demande une bonne connaissance du marché et du fonctionnement des entreprises. Surtout, elle requiert de l'acheteur la capacité de se mettre à la place de sa cible.

Le succès d'une acquisition dépend de la capacité de l'acheteur à comprendre les intérêts de la cible. Les opérations réussies reposent sur des *deals* gagnant-gagnant. Un dirigeant qui connaît la situation des acteurs de son marché peut créer des opportunités en offrant aux cibles le marché qu'elles espéraient. En cela, l'identification des entreprises en transmission ou dont le dirigeant souhaite se retirer apparaît cruciale.

Par ailleurs, la capacité de se mettre dans les souliers de l'autre permet au dirigeant de déminer nombre de situations avant qu'elles ne deviennent inextricables. Une opération d'acquisition, comme toute transaction, est subordonnée à la détermination d'un prix. Trouver cette valeur est toujours complexe du fait de l'incompatibilité fondamentale des objectifs de ces acteurs. Le premier veut diminuer le prix d'achat et le second veut augmenter le prix de vente.

Ce problème est amplifié pour les acquisitions des ETI pour au moins deux raisons. En premier lieu, il n'existe pas d'outils standardisés de valorisation sur ces marchés. Les méthodes de valorisation les plus traditionnelles se fondent sur l'étude d'entreprises comparables aux cibles et sur l'estimation d'un multiple de chiffre d'affaires ou d'EBITDA.

Ces méthodes ne sont en général pas adaptées aux ETI qui acquièrent des sociétés de petite taille ou en développement. Dans ces cas, la cible est alors évaluée sur la base des flux de trésorerie prévus par son business plan, les éventuelles synergies pouvant être prises en compte. Ce qui peut provoquer des écarts d'estimation et des tensions lors de la négociation.

En second lieu, pour les cibles encore très personnalisées, la valeur de la cible est

très chargée sentimentalement. Cela peut créer un écart entre le prix subjectif auto-attribué par la cible et la valeur obtenue objectivement. Ce phénomène est bien connu en économie comportementale sous le nom d'effet de dotation, notamment mis en évidence par Kahneman et al. (1990). Cet effet qui attache au bien possédé un prix plus important que sa valeur de marché introduit une rigidité et peut conduire à de véritables catastrophes comme le montre l'illustration suivante.

L'effet de dotation à l'œuvre

Le dirigeant d'une ETI de production de peinture a passé plusieurs mois à négocier le rachat d'une cible canadienne. Tout convenait chez la cible et son gérant, proche du départ à la retraite, se montrait très coopératif. Toutefois, la lettre d'intention a amené un désaccord irrémédiable : le dirigeant exigeait un prix deux fois supérieur à la valorisation obtenue par l'acheteur. Toutes les démonstrations objectives présentées par l'acheteur n'ont pu faire changer d'avis la cible.

2.3 Asymétries d'information

Comme toute transaction, une acquisition induit de la sélection adverse et de l'aléa moral. La sélection adverse désigne l'asymétrie d'information avant la vente. C'est souvent la survalorisation du bien par le vendeur. L'aléa moral est la mauvaise foi d'une des parties après signature du contrat. Comme dans toute relation d'agence, l'acheteur ne peut connaître *ex-ante* la véritable valeur de la cible, ni ne peut être certain du bon comportement de ses cadres une fois l'achat réalisé.

Ces questions donnent naissance à des attitudes nuisant à l'efficacité de l'acquisition : la cible peut cacher certain de ses vices, les cadres arrivant peuvent diminuer leur effort, repousser des clients, et autres. Les ETI savent mettre en place des stratégies avancées pour résoudre ces problèmes, notamment en répartissant la propriété de l'entreprise.

Lors d'une acquisition, les deux parties se mettent d'accord sur la proportion du capital cédée à l'acheteur. Il n'est pas nécessaire qu'une ETI acquière 100 % de sa cible. Cette proportion est un enjeu majeur de négociation et est la clé de stratégies incitatives.

La part du capital acquise détermine les relations entre l'acquéreur et son acquisition. Plus précisément, pour inciter les cadres de la cible à fournir leur effort, on peut leur laisser de la propriété. C'est l'essence de l'*earn out*, illustré ci-dessous.

Earn out

L'exemple le plus fréquemment rencontré est celui d'un dirigeant proche de la retraite qui souhaite arrêter d'exercer et dont l'intérêt est de liquider l'intégralité de ses parts. Les dirigeants d'une ETI du secteur du BTP rapportent que cette volonté peut poser quelques difficultés. La première est que le succès d'une entreprise de ce type repose souvent sur la personne du dirigeant et que son départ peut affecter négativement la qualité du rachat. La seconde est qu'il faut impérativement combler ce poste, soit avec une personne de l'entreprise rachetée, qui est donc inconnue de l'acheteur, soit avec un employé en interne, ce qui peut causer des problèmes d'effectifs et d'efficacité au sein de l'entreprise rachetée.

Pour pallier ce problème, l'ETI en question procède le plus souvent en proposant au dirigeant qui quitte l'entreprise un plan de rachat progressif de ses parts sur plusieurs années (mécanisme d'*earn out*). Le prix auquel seront rachetées les parts restantes est fixé en fonction d'objectifs quantifiables, comme la croissance du chiffre d'affaires. Cela incite donc le dirigeant à continuer à s'investir dans l'entreprise pendant les quelques années suivant l'achat et laisse le temps de trouver un remplaçant tout en intégrant progressivement les équipes à l'ETI acheteuse. Cette approche permet d'aligner les intérêts du cédant et de l'acquéreur.

La propriété motive les dirigeants de la cible à participer à la croissance de l'ETI. Ce mécanisme permet d'aligner les intérêts des dirigeants sortants à ceux de l'acheteur.

La prise d'intérêt minoritaire a également un avantage informationnel. Elle permet de collecter des informations de première main sur le fonctionnement et la santé d'une cible. Cette information permet de lever le problème de l'asymétrie d'information.

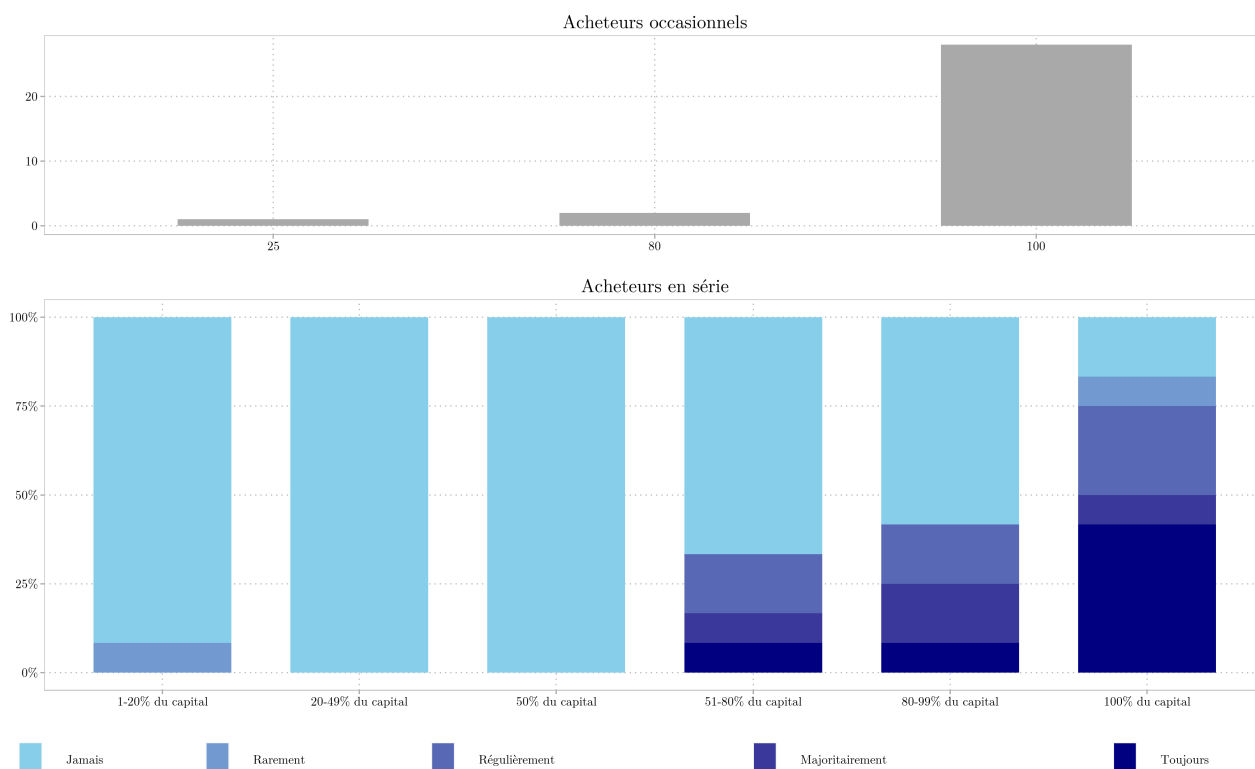
La stratégie du « strapontin »

Une ETI du secteur de l'ingénierie préfère la stratégie du « strapontin » qui consiste à acquérir dans un premier une part minoritaire qui lui permet de prendre part aux conseils. Cette stratégie permet d'avoir un meilleur point de vue sur la bonne santé et la croissance à venir d'une entreprise que les vérifications usuelles précédant un achat. Ce procédé permet aussi de limiter le capital investi et donc le risque, tout en laissant la porte ouverte à un rachat plus complet si la phase d'observation est concluante.

De manière évidente, ces stratégies ne sont possibles que si l'acheteur consent à un certain éclatement de la propriété et du contrôle et que la structure de *management* de l'entreprise est suffisamment dépersonnalisée pour laisser la place à un changement d'acteurs.

Les résultats du questionnaire présentés dans la Figure 11 confirment l'existence d'une relation entre la part acquise de la cible et le nombre d'acquisitions. Elle montre que les ETI ayant effectué beaucoup de rachats dans les 10 dernières années ont moins tendance à acheter systématiquement 100 % du capital de leurs cibles. Ce résultat est d'autant plus frappant que, comme nous l'avons montré ci-dessus, ces entreprises acquièrent des entreprises relativement plus petites.

FIGURE 11 – Part de capital acquise



Lecture : Parmi les 31 acheteurs occasionnels ayant renseigné la question, 28, soit 90,3 %, ont déclaré acquérir 100 % du capital de la cible. Parmi les 12 acheteurs en série ayant renseigné la question, 5, soit 41,7 %, ont déclaré toujours acquérir la totalité de leurs cibles.

2.4 Le rôle-clé de l'expérience

L'expérience seule permet une maîtrise des acquisitions. Il n'existe pas d'école pour : connaître et intimement comprendre les différentes étapes d'une opération d'acquisition, identifier les opportunités, évaluer leurs potentiels, éviter les pièges, négocier efficacement...

Tous les dirigeants interrogés qui réalisent aujourd'hui, avec succès, de nombreuses acquisitions se souviennent des difficultés rencontrées et des erreurs commises lors de leurs premiers essais. Telle entreprise ayant réussi une montée en gamme drastique grâce à ses acquisitions de ces dernières années avoue avoir manqué sa première tentative par manque de réactivité et méconnaissance de la temporalité d'une opération d'acquisition. Telle autre ETI évoque sa difficulté à identifier des cibles avant de se doter des outils adaptés.

De plus, cette courbe d'apprentissage n'est pas monotone mais est remise à zéro à chaque changement de contexte. En un mot, l'expérience acquise pour une facette de l'activité n'est pas directement applicable sur les autres. Le cas d'une entreprise d'intérim rencontrée en entretien illustre parfaitement ce phénomène. Cette entreprise a réussi à racheter et consolider un grand nombre de petits acteurs sur son marché, lui permettant de devenir un acteur de premier plan. Malgré cette vaste expérience, cette ETI échoue depuis plusieurs années à finaliser le rachat d'un égal. Les connaissances acquises lors du rachat de petites structures ne sont pas parfaitement applicables à l'acquisition d'une entreprise plus importante.

Cette nature particulière de l'expérience justifie des précautions spéciales mises en oeuvre lors de la transmission d'une entreprise. Un décideur expérimenté n'est pas un acteur facilement substituable. L'« art de l'acquisition » fait l'objet d'un véritable apprentissage avant la passation de pouvoir.

Par ailleurs, les entreprises ayant déjà effectué, avec succès, des opérations de croissance externe sont régulièrement sollicitées pour d'autres opérations, souvent par la cible elle-même. Certaines ETI font ainsi figure de « consolidateurs » du marché. La cible choisit l'acheteur, comme l'acheteur choisit la cible. Les dirigeants cédant leur entreprise ont d'importantes exigences vis-à-vis de leur acheteur potentiel.

Choisir l'acheteur

Certaines entreprises du secteur de l'emballage rencontrées dans le cadre de notre enquête ont témoigné de leur crainte de voir leur identité disparaître et leurs employés souffrir dans l'éventualité d'un rachat par un fonds d'investissement et ont limité leurs recherches d'acheteurs à des ETI de confiance.

Cette volonté des cibles potentielles fait émerger de fortes incitations à l'intégration pour les ETI souhaitant développer une stratégie de croissance externe. Les ETI identifiées comme étant de « bonnes intégratrices » auront davantage de chance de se voir présenter des opportunités et de voir leurs démarches actives aboutir.

Ce mécanisme permet d'expliquer l'extrême importance accordée par les acheteurs à l'harmonie lors négociations ainsi qu'au choix de la cible. Ces deux activités sont affinées l'expérience. Une intégration réussie engendre des externalités positives en augmentant la

probabilité de réussite des acquisitions futures.

"You have a match" : l'acquisition décrite comme une histoire d'amour

L'importance de l'harmonie et la complexité des caractéristiques qui la déterminent font d'une opération d'acquisition une décision multidimensionnelle que les dirigeants des parties prenantes ne peuvent eux-mêmes rationaliser sans difficulté.

Aussi, le choix final semble souvent revêtir une dimension sentimentale. L'un des dirigeants interrogés ira même jusqu'à révéler que, pour lui, « *l'argument principal, c'est l'amour* ».

L'importance de l'expérience et l'effet d'entraînement engendré par la réputation de « bon intégrateur » donne lieu à une dynamique des acquisitions, à un cercle vertueux. En réalisation des acquisitions, les entreprises accumulent de l'expérience, des savoir-faire et des savoir-être qui facilitent les acquisitions suivantes, et ainsi de suite. L'acquisition la plus difficile à réaliser est la première de la série.

Chapitre 3

Les défis de l'intégration

Une littérature importante, décrite en Annexe 3, montre que les opérations d'acquisition n'augmentent pas nécessairement la valeur de l'acheteur et peuvent même être destructrices de valeur. Il est en pratique délicat de tirer profit de synergies positives et le succès de cette démarche est l'enjeu de la phase d'intégration post-acquisition.

Ce chapitre rend compte des informations récoltées lors de notre enquête de terrain au sujet de l'intégration des cibles. Il ressort de ces éléments que réussir une intégration revient, en pratique, à relever deux défis principaux.

- **Précieuses ressources humaines.** Les entreprises qui réussissent à générer des bénéfices par l'acquisition savent repérer où se situe la valeur de la cible et agir en conséquence. Une grande partie de la valeur d'une entreprise se trouve dans les compétences de ses employés. Un bon acheteur met en place des outils pour faire adhérer ses nouveaux collaborateurs au projet de l'entreprise et à sa culture.
- **Harmoniser les processus.** L'intégration ne va pas sans uniformisation des *processes* et rationalisation des moyens. Toutefois, une imposition brutale est toujours mal vécue par la cible qui désire voir sa culture préservée. L'harmonisation requiert souvent un doigté de virtuose et certaines ETI ont su développer des compétences originales pour faire faces à ces défis.

3.1 Précieuses ressources humaines

Un rachat implique une rationalisation du fonctionnement et une suppression des doublons. Chacune des entreprises a son équipe dirigeante, son service informatique, et ainsi de suite. Ces redondances sont inefficaces et un certain nombre d'employés (en particulier des cadres) doivent quitter l'entreprise. Ce problème est d'autant plus fort pour les cadres dirigeants dont les divergences de visions ou les conflits de personnalité peuvent ralentir le processus d'intégration.

Toutefois, ces suppressions de postes ne doivent pas être effectuées sans discernement et sans précautions. La valeur d'une entreprise réside souvent dans les personnes qu'elle emploie, comme le montrent les illustrations suivantes.

Acquisition et ressources humaines

Ne pas laisser partir les individus clés. Un dirigeant d'une entreprise de travaux publics pointe le danger d'écarter l'un des piliers de l'entreprise achetée : il est donc capital d'avoir une profonde compréhension de celle-ci afin d'éviter que ne parte l'un de ses éléments-clés.

Par exemple, lors de l'acquisition de toutes petites structures, l'acquéreur préfère conserver le management local qui seul peut permettre de conserver à l'entreprise achetée son dynamisme et ses clients. Il est alors indispensable que ces managers acceptent de continuer à travailler pour l'entreprise qui rachète. C'est le cas d'une des ETI rencontrées qui achète beaucoup d'agences locales pour sa croissance géographique.

Se protéger de la concurrence future. L'un des dirigeants d'une entreprise de transports a rappelé l'utilité de clauses de non-concurrence pour éviter que les dirigeants qui quittent l'entreprise n'aillent créer leur propre entreprise dans le secteur et récupèrent leurs anciens clients.

Une bonne conception du plan de départ est indispensable pour donner une structure solide à l'entreprise. Les dirigeants et les employés doivent rester motivés et ne doivent pas être divisés par des tensions liées à la redistribution des postes.

Au-delà des licenciements que nécessite parfois une opération de fusion ou d'acqui-

tion, il peut être nécessaire de modifier la structure du management. Après les départs plus ou moins nombreux, il restera encore la majeure partie des salariés de l'entreprise achetée. Ils ne travaillent plus pour l'entreprise avec laquelle ils ont choisi de signer leur contrat de travail. Les objectifs ont peut-être changé, tout comme le management et les valeurs. L'acheteur doit développer des stratégies pour préserver la motivation de ces nouveaux employés. Plusieurs stratégies ont été relevées dans le cadre de notre étude.

Stratégies de motivation

Intéresser les salariés. Donner des parts de la sociétés aux salariés est un moyen direct de les intéresser au succès de cette dernière.

Assurer les employés que l'acquisition n'est pas un danger et ne diminue pas l'importance de leur travail. Il est crucial de développer une forte communication interne sur l'opération de fusion ou d'acquisition. Le dirigeant d'une entreprise de conseil en informatique insiste ainsi sur la nécessité de faire comprendre aux nouveaux collaborateurs la plus-value que représente leur travail.

Construire un nouvel objectif commun. Le dirigeant d'une entreprise d'événementiel évoque la possibilité de proposer un objectif commun pour unifier la nouvelle communauté des collaborateurs.

3.2 Harmoniser les processus

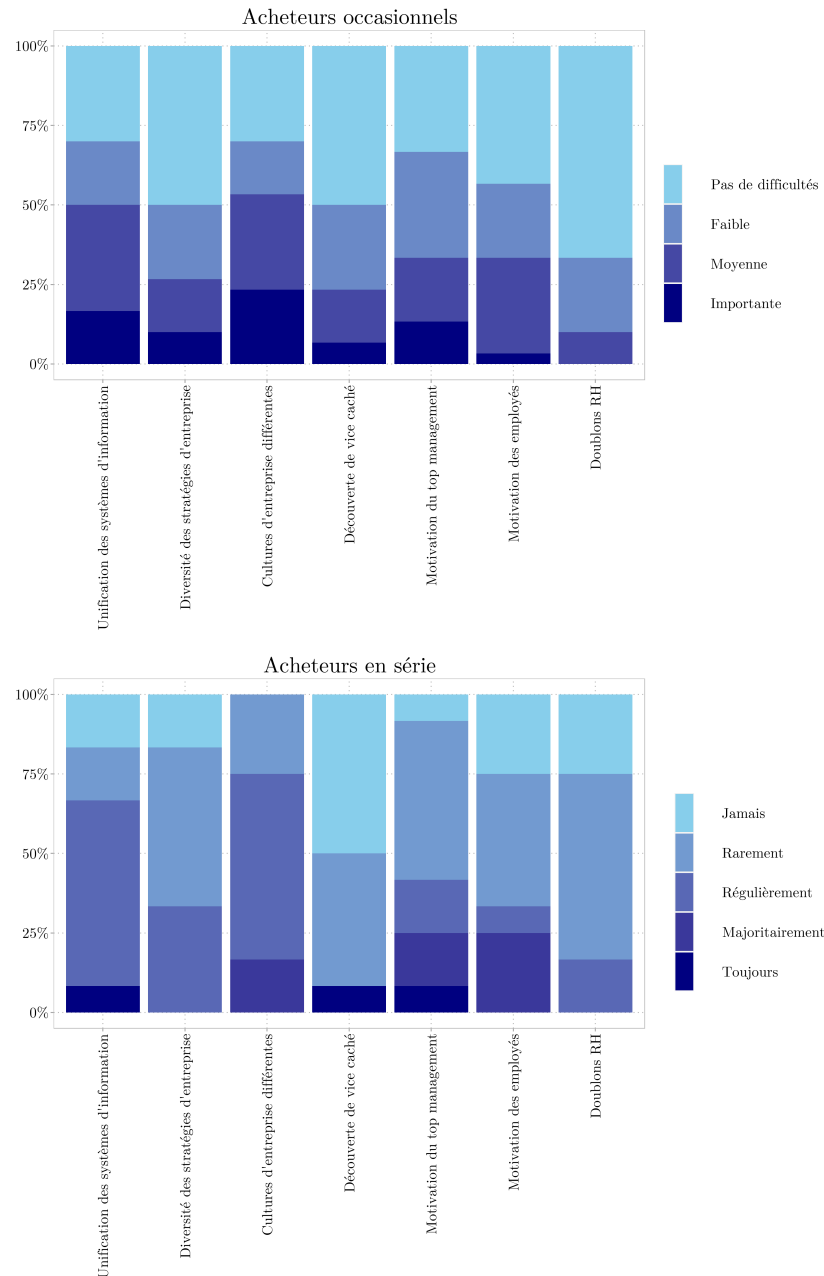
Comme le remarque une étude du cabinet Deloitte de 2019 sur l'impact des aspects relatifs aux ressources humaines et aux déterminants sociaux sur la réussite d'une opération de croissance externe¹², l'incompatibilité culturelle revient systématiquement comme principal facteur pour expliquer l'échec d'un rachat.

Ce résultat est confirmé par notre enquête. La Figure 12 montre que des cultures d'entreprises différentes est la principale difficulté rencontrée par les ETI interrogées. Ceci s'observe à la fois pour les acheteurs occasionnels, mais aussi pour les acheteurs en série. De manière intéressante, les acheteurs en série n'évoquent pas systématiquement cette

12. Deloitte (2019).

difficulté, ce qui laisse penser qu'ils ont été plus efficaces que les acheteurs occasionnels face à ce défi.

FIGURE 12 – Difficultés rencontrées lors de l'intégration



Lecture : Parmi les 30 acheteurs occasionnels ayant renseigné la question, 7, soit 23,3 %, ont déclaré que des cultures d'entreprises différentes pouvaient donner lieu à d'importantes difficultés lors de l'intégration.

Une intégration réussie passe par la compréhension profonde des différents problèmes humains que peut soulever l'opération de croissance externe. Cette compréhension permet de choisir la piste de réponse la plus efficace et la plus durable. Les exemples étudiés illustrent l'originalité des savoir-faire que peuvent développer les ETI en la matière et montrent que la vision managériale de l'acquéreur influe beaucoup sur la manière de

conduire l'intégration humaine.

Un rachat mêle dans une même entreprise deux cultures différentes. Cet écart peut être magnifié dans le cas de rachats d'entreprises étrangères doublant l'écart de culture institutionnelle d'un écart de culture nationale. Confronté à de telles disparités, il est parfois nécessaire de définir clairement des normes, des valeurs et des objectifs communs auxquels peuvent se référer tous les salariés et les dirigeants de la nouvelle entité. Différentes stratégies, *ex post* et *ex-ante* sont observées en pratique pour relever ces défis.

Stratégies d'intégration

Mise en place d'ambassadeurs. Une entreprise dans le secteur du bâtiment place des collaborateurs d'expérience dans chacune de ses antennes pour s'assurer de l'uniformité de la culture d'entreprise, gage de clarté, qui facilite l'intégration.

Stratégie d'assimilation. Élimination soigneuse de toute référence au nom de l'ancienne entreprise, qui doit être systématiquement remplacé par le nom de l'entreprise qui l'a acquise. Ce type de mesure doit être mise en place rapidement pour éviter aux salariés d'acquiescer de mauvaises habitudes.

Investissement dans une culture exportable. Sur le marché de l'intérim, l'une des ETI décide de forger une culture d'entreprise forte afin d'intégrer facilement les nouveaux lors des opérations de croissance externe. Toutefois, cette stratégie n'est pas employée pour une fusion avec un concurrent de taille égale, mais uniquement pour l'acquisition d'entreprises plus petite.

Le respect des différences. Parfois il est préférable de préserver une certaine indépendance de l'entreprise achetée, qui pourrait voir une trop forte uniformisation comme une violence faite à son identité. Par exemple, une ETI de logistique préfère conserver l'ADN des marques et des cultures d'entreprise et évite ainsi une assimilation forcée. De même, un groupe familial, dans l'industrie du transport, choisit de laisser aux entreprises achetées leurs marques et leurs sièges sociaux, pour ne pas tomber dans une centralisation excessive. Cette stratégie est particulièrement intéressante lorsque la cible dispose d'un nom connu et d'une image de marque.

Adaptation de la stratégie de croissance externe. Une ETI dans le domaine de la logistique choisit, pour éviter tout problème culturel, de n'absorber que des entreprises dont la culture est suffisamment proche de la sienne.

Le choix du rythme d'intégration. La question de la durée de l'intégration du personnel reçoit deux réponses : certaines entreprises, comme cette ETI du secteur de l'immobilier, souhaitent travailler avec délicatesse, sur au moins trois ans ; d'autres préfèrent une évolution très rapide pour ne pas perdre de temps et ne pas laisser perdurer de mauvaises habitudes. Ainsi, le président d'une ETI du secteur de la location regrette avoir perdu un an lors de sa première acquisition pour gérer des frictions humaines.

Pour finir, c'est à travers l'harmonisation des *processes* qu'une ETI prend pleinement le contrôle de l'entreprise qu'elle acquiert. L'uniformisation a au moins deux intérêts. Premièrement, c'est souvent elle qui enclenche une hausse de rentabilité et des synergies administratives. Le redressement de la cible passe souvent pour la mise en place de *processes* plus efficient. Deuxièmement, elle contribue à l'intégration des nouveaux collaborateurs.

Uniformisation des processus

La mise en place des nouveaux process est le premier signal et le premier pas vers l'intégration. Lorsque l'ambition de l'intégration est d'absorber l'entreprise achetée, les dirigeants insistent sur l'importance d'effectuer ces uniformisations le plus tôt possible. C'est ce qu'explique le directeur d'une ETI du secteur de l'intérim qui a tenu à appliquer immédiatement ses systèmes d'informations, de gestion et de contrôle après l'acquisition d'une entreprise de 1000 personnes.

Établissement de services supports communs. Un dernier exemple d'harmonisation est la mise en commun de certains services, comme les Ressources Humaines ou la comptabilité. Encore une fois, du point de vue du nouveau collaborateur, cette mise en commun matérialise le changement d'entreprise (nouvelles fiches de paie, nouveaux interlocuteurs RH).

Cette harmonisation est un élément doublement stratégique mais délicat. Imposer ses *processes* peut conduire à faire disparaître certains éléments qui expliquaient l'efficacité de la cible ou générer des tensions. Par exemple, la mise en place d'un système de *reporting* très formel chez la cible peut entraîner certains blocages naissant du sentiment de perdre en liberté d'action ou d'être en permanence sous surveillance.

L'harmonisation des *processes* est nécessaire pour générer de la valeur et intégrer les ressources humaines ; mais doit respecter les différences culturelles pour conserver les atouts des arrivants. Un rachat réussi intègre plus qu'il n'assimile.

Remarque méthodologique conclusive

Les enseignements tirés de cette enquête au plus proche des pratiques et de la réalité des ETI franciliennes doivent être nuancés du fait du caractère non-exhaustif intrinsèque à une telle approche. Il s'agit d'un exercice de « carottage », cher aux mineurs, et comportant des cas variés abordés en détail. Cependant, la représentativité de l'échantillon, tant en termes de biais de sélection que de taille limitée, impose une prudence scientifique quant à la portée générale des résultats. Les données statistiques disponibles ne permettent pas aujourd'hui une approche d'envergure, requise pour peindre un tableau complet de cette activité de croissance externe des ETI. Tant pour les ETI que pour la puissance publique, il est de première importance de mener le travail scientifique de fond nécessaire à la construction de bases de données exploitables par la recherche, pour l'éclairage des enjeux stratégiques des ETI et pour l'élaboration de politiques publiques.

Bibliographie

- Agrawal, A., J. F. Jaffe, and G. N. Mandelker (1992). The post-merger performance of acquiring firms : a re-examination of an anomaly. *The Journal of finance* 47(4), 1605–1621.
- Asquith, P. (1983). Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of financial economics* 11(1-4), 51–83.
- Asquith, P. and E. H. Kim (1982). The impact of merger bids on the participating firms' security holders. *The Journal of Finance* 37(5), 1209–1228.
- Cannella Jr, A. A. and D. C. Hambrick (1993). Effects of executive departures on the performance of acquired firms. *Strategic Management Journal* 14(S1), 137–152.
- Chatterjee, S., M. H. Lubatkin, D. M. Schweiger, and Y. Weber (1992). Cultural differences and shareholder value in related mergers : Linking equity and human capital. *Strategic management journal* 13(5), 319–334.
- Clark, K. and E. Ofek (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms : An empirical investigation. *Journal of Financial and quantitative analysis* 29(4), 541–565.
- Deloitte (2019). Fusion & acquisitions : étude sur l'impact des aspects rh et sociaux.
- Dodd, P. (1980). Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of financial economics* 8(2), 105–137.
- Dyer Jr, W. G. (2003). The family : The missing variable in organizational research. *Entrepreneurship theory and practice* 27(4), 401–416.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics* 26(2), 301–325.

- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of financial Economics* 14(1), 101–119.
- Haleblian, J., C. E. Devers, G. McNamara, M. A. Carpenter, and R. B. Davison (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions : A review and research agenda. *Journal of management* 35(3), 469–502.
- Haleblian, J. and S. Finkelstein (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance : A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly* 44(1), 29–56.
- Hampton, J. J. (2011). *The AMA handbook of financial risk management*. Amacom Books.
- Harford, J. and K. Li (2007). Decoupling ceo wealth and firm performance : The case of acquiring ceos. *The Journal of Finance* 62(2), 917–949.
- Hayward, M. L. and D. C. Hambrick (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions : Evidence of ceo hubris. *Administrative science quarterly*, 103–127.
- Jarrell, G. A. and A. B. Poulsen (1989). The returns to acquiring firms in tender offers : Evidence from three decades. *Financial management*, 12–19.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* 3(4), 305–360.
- Kahneman, D., J. L. Knetsch, and R. H. Thaler (1990). Experimental tests of the endowment effect and the coase theorem. *Journal of political Economy* 98(6), 1325–1348.
- Karim, S. and W. Mitchell (2000). Path-dependent and path-breaking change : reconfiguring business resources following acquisitions in the us medical sector, 1978–1995. *Strategic management journal* 21(10-11), 1061–1081.
- Karra, N., P. Tracey, and N. Phillips (2006). Altruism and agency in the family firm : Exploring the role of family, kinship, and ethnicity. *Entrepreneurship theory and practice* 30(6), 861–877.
- Kim, E. H. and V. Singal (1993). Mergers and market power : Evidence from the airline industry. *The American Economic Review*, 549–569.

- King, D. R., D. R. Dalton, C. M. Daily, and J. G. Covin (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance : Indications of unidentified moderators. *Strategic management journal* 25(2), 187–200.
- King, D. R., R. J. Slotegraaf, and I. Kesner (2008). Performance implications of firm resource interactions in the acquisition of r&d-intensive firms. *Organization science* 19(2), 327–340.
- Klein, P. G. (2001). Were the acquisitive conglomerates inefficient? *RAND Journal of Economics*, 745–761.
- Loderer, C. and K. Martin (1992). Postacquisition performance of acquiring firms. *Financial Management*, 69–79.
- McGuckin, R. H. and S. V. Nguyen (1995). On productivity and plant ownership change : New evidence from the longitudinal research database. *The RAND Journal of Economics*, 257–276.
- Motta, M. (2004). *Competition policy : theory and practice*. Cambridge University Press.
- Pablo, A. L. (1994). Determinants of acquisition integration level : A decision-making perspective. *Academy of management Journal* 37(4), 803–836.
- Porrini, P. (2004). Can a previous alliance between an acquirer and a target affect acquisition performance? *Journal of management* 30(4), 545–562.
- Ramaswamy, K. (1997). The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers : Evidence from the us banking industry. *Academy of management Journal* 40(3), 697–715.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197–216.
- Very, P., M. Lubatkin, R. Calori, and J. Veiga (1997). Relative standing and the performance of recently acquired european firms. *Strategic management journal* 18(8), 593–614.

Annexes

Annexe 1 : Liste des entreprises rencontrées

AntemetA	Média 6
BBL Transport	Novomed
Cerba HealthCare	Funecap
Comexposium	Option
Delachaux	Pommier
Durieu	Ponticelli
EOL Groupe	Prévoir
ETPO	Rothschild & co
GCC	Rousseau Automobiles
Heppner	Safic-Alcan
HN Services	Septodont
In Extenso	Smac
Institut de soudure	Solocal
Keesmel	Sphère
Leader	Terideal
Léon Grosse	Viseo
Logfret	Viveris
LPCR	Vygon
Manutan	

Annexe 2 : Questionnaire envoyé aux entreprises

Identité de l'entreprise

1. Nom de l'entreprise
2. SIREN :
3. NOM Prénom (de la personne qui remplit)
4. Adresse mail
5. Votre rôle au sein de l'entreprise :
6. Secteur d'activité (plusieurs réponses possibles) :
 - Agroalimentaire
 - Banque / Assurance
 - Bois / Papier / Carton / Imprimerie
 - BTP / Matériaux de construction
 - Chimie / Parachimie
 - Commerce / Négoce / Distribution
 - Édition / Communication / Multimédia
 - Électronique / Électricité
 - Études et conseils
 - Industrie pharmaceutique/médicale
 - Informatique / Télécoms
 - Machines et équipements / Automobile
 - Métallurgie / Travail du métal
 - Plastique / Caoutchouc
 - Services aux entreprises
 - Textile / Habillement / Chaussure
 - Transports / Logistique
 - Autres
7. Date de création de l'entreprise

8. Département de création de l'entreprise
9. Commentaire (facultatif)

Chiffres clés

1. Chiffre d'affaires en 2019 (en M€, arrondi)
2. EBITDA en 2019 (en M€, arrondi)
3. Chiffre d'affaires en 2020 (en M€, arrondi)
4. EBITDA en 2020 (en M€, arrondi)
5. Effectifs au total
6. Effectifs en France
7. Commentaire (facultatif)

Caractérisation de votre marché principal

1. Description de votre marché principal
2. Comment décririez-vous votre marché ?
 - Croissance du marché
 - Intensité capitalistique de votre marché
 - Concentration de votre marché
 - Globalisation
 - Digitalisation
 - Innovation
3. Si vous la connaissez, quelle est votre part sur votre marché (en %) en France ?
4. Si vous la connaissez, quelle est votre part sur votre marché (en %) dans le monde ?
5. Commentaire (facultatif)

Répartition par zone géographique

1. Comment se répartit votre chiffre d'affaires par zone géographique (en %) ?

- France
- Europe (hors France)
- Monde (hors Europe)

2. Comment se répartit votre production par zone géographique (en %) ?

- France
- Europe (hors France)
- Monde (hors Europe)

3. Commentaire (facultatif)

Capital et gouvernance

1. Quelle est la structure du capital de votre entreprise ?

- Dirigeant familial
- Dirigeant non familial
- Familial non dirigeant
- Actionnariat salarié (autre que dirigeant)
- Fonds d'investissement
- Fond publics (BPI France,...)
- Bourse
- Autre

2. Dans le cadre d'une entreprise familiale, sont présents au capital (plusieurs réponses possibles) :

- Le fondateur/fondatrice
- Première génération issue du fondateur
- Deuxième génération (et/ou plus) issue du fondateur
- Actionnariat salarié (autre que dirigeant)
- Pas d'actionnariat familial)

3. Commentaire

Intensité de la croissance externe

1. Quelle proportion de votre croissance attribueriez-vous à la croissance externe (en %) ?
 - 0
 - 1 à 5
 - 6 à 10
 - 11 à 20
 - Plus de 20
2. Combien d'acquisitions avez-vous effectué depuis 2010 ?

Vous ne faites pas d'acquisition

1. Pourquoi n'avez-vous pas fait d'acquisition sur cette période ? (plusieurs réponses possibles)
 - Prix dissuasifs
 - Difficultés d'intégrer une nouvelle entreprise
 - Préférence pour la croissance organique
 - Pas d'offre pertinente
 - Manque de moyens financiers
 - Echec des tentatives d'achat
 - Interdiction par les autorités de la concurrence
 - Trop de risques
 - Autres
2. Quel multiple d'EBITDA est usuellement pratiqué pour les acquisitions dans votre secteur ?
 - 3-5
 - 5-8
 - 8-12
 - 12-15
 - Plus de 15

3. Commentaire (facultatif)
4. Avez-vous des commentaires ou remarques complémentaires à formuler ?

Tendances générales de votre activité d'acquisition

1. Parmi vos acquisitions, comment se répartit la taille de vos cibles relativement à votre entreprise ?
 - 0-5% de votre CA
 - 5-20% de votre CA
 - 20-50% de votre CA
 - 50-100% de votre CA
 - Plus de 100% de votre CA
2. Lors de vos acquisitions, à quelle hauteur du capital de la cible montez-vous ?
 - 1-20% du capital
 - 20-49% du capital
 - 50% du capital
 - 51-80% du capital
 - 80-99% du capital
 - 100% du capital
3. Lors de vos acquisitions, pratiquez-vous des systèmes de compensation différée (earn out) avec les dirigeants historiques ?
 - 1-20% du capital
 - 20-49% du capital
 - 50% du capital
 - 51-80% du capital
 - 80-99% du capital
 - 100% du capital
4. En général, comment se répartit le financement de vos acquisitions ?
 - Augmentation de capital (familial ou salarié)

- Augmentation de capital (fonds)
- Fonds propres
- Dette
- Echange d'actions

5. Comment identifiez-vous vos cibles ? (plusieurs réponses possibles)

- Recherche active
- Opportunités
- Via des fonds ou banques d'affaires
- Propositions de vos cibles
- Other

6. Quels sont les objectifs de vos acquisitions ? (plusieurs réponses possibles)

- Accroissement de parts de marché
- Affaiblissement de concurrents
- Acquisition de capital humain
- Acquisition amont (fournisseur)
- Acquisition aval (client)
- Diversification géographique
- Diversification sectorielle/de métier
- Acquisition de brevet et/ou technologie spécifique
- Accroissement de la rentabilité
- Autres

7. Quelles sont les synergies attendues ?

- Ressources humaines
- Logistique
- Système informatique
- Immobilier
- Matières premières
- Commerciales (clients)

- Opérationnelles (sous-traitance interne)
8. Quelles difficultés rencontrez-vous lors de la consolidation ?
- Unification des systèmes d'information
 - Diversité des stratégies d'entreprise
 - Cultures d'entreprise différentes
 - Risques de vice caché
 - Motivation du top management
 - Motivation des employés
 - Doublons RH
9. Rencontrez-vous d'autres difficultés ?
10. Estimez-vous que vos acquisitions sont des réussites ? (Créatrices de valeur ; Neutres ; Destructrices de valeur)
11. Concernant votre stratégie de croissance externe globale, comment jugeriez-vous l'importance de ces facteurs conjoncturels ? (Liquidité du marché : abondance monétaire ; Liquidité du marché : taux d'intérêt faibles ; Inflation des multiples ; Présence accrue des fonds au capital des ETI ; Tensions sur le marché du travail (acquisition de capital humain) ; Consolidation des marchés)
12. Quel multiple d'EBITDA est usuellement pratiqué pour les acquisitions dans votre secteur ? (3-5 ; 5-8 ; 8-12 ; 12-15 ; Plus de 15 ; Ne souhaite pas se prononcer)
13. Commentaire (facultatif)

Annexe 3 : Revue de littérature

Revue de littérature

Le propos de cette section est de présenter les principaux enseignements de la littérature économique, managériale et financière relatifs à ces quatre sujets : les déterminants de l'acquisition, la performance des acquisitions, les implications d'une propriété et d'une gestion familiales ; et, enfin, l'importance de la personnalité du dirigeant.

Déterminants et performance des acquisitions

Le sujet des acquisitions a été principalement traité par les littératures financière et managériale ainsi que, dans une moindre mesure, par la littérature économique¹³. L'ensemble de cette littérature a fait l'objet d'une revue systématique par Haleblan et al. (2009) et les principaux enseignements synthétisés ci-dessous s'appuient largement sur cet excellent travail d'unification.

Les antécédents du choix d'acquérir

Les raisons identifiées dans la littérature qui poussent les entreprises à acquérir d'autres entités sont multiples et peuvent être catégorisées en fonction de la nature de l'objectif poursuivi.

La littérature identifie principalement trois catégories de motivation ou, plus précisément, trois types de volonté corrélés au recours aux acquisitions. Il s'agit (i) d'objectifs ayant trait aux performances de l'entreprise (gain de pouvoir de marché et gain d'efficacité), (ii) de volontés individuelles (satisfaction du manager) et (iii) de la nécessité de s'adapter à son environnement.

13. Haleblan et al. (2009) proposent une quantification des articles traitant des acquisition classés par discipline.

- **Gagner en pouvoir de marché.** Historiquement, la motivation première identifiée des opérations d'acquisition est le gain de pouvoir de marché. En rachetant un concurrent, une entreprise diminue le nombre d'entités actives, ce qui lui permet d'augmenter ses prix. Autrement dit, l'opération de rachat concentre horizontalement le marché, ce qui diminue la pression concurrentielle et permet aux entreprises restantes d'imposer un *mark-up* qui engendre une inflation. Ce phénomène, considéré comme néfaste pour le consommateur, justifie la mise en place d'un contrôle étatique des opérations de concentration. Cet effet des concentrations est largement documenté, notamment par Kim and Singal (1993) qui étudient le marché du transport aérien de passagers.
- **Améliorer l'efficacité de son entreprise.** Outre le gain de pouvoir de marché, les opérations de concentration sont aussi justifiées par des gains d'efficacité. Le rachat d'une entité conduirait à l'augmentation de la productivité de l'entreprise. Pourtant, il n'existe pas de consensus concernant cet effet et l'existence de gains d'efficacité s'avère souvent ambiguë¹⁴. Parmi les éléments identifiés comme des sources d'efficacité, les principaux semblent être les suivants.
 - *Économies d'échelles.* Une des premières sources d'efficacité des acquisitions est la génération d'économies d'échelle. Ces économies peuvent être de deux natures. Premièrement, dans certains secteurs, en augmentant le volume de production, le coût de produire une unité de bien ou de service diminue. Deuxièmement, un rapprochement horizontal permet de mettre en commun certains services des entreprises, comme celui des ressources humaines ou la direction, ce qui diminue le coût joint des opérations.
 - *Réallocation des compétences et des moyens de production.* Malgré le fait que les compétences et les moyens de production d'une entreprise aient été développés pour ses besoins propres, il est possible qu'ils puissent être plus efficacement utilisés par une autre. Cela peut être le cas, par exemple, pour une chaîne de production ayant une capacité trop élevée pour l'entreprise ou pour un employé dont les compétences seraient plus utiles ailleurs. Une acquisition permet la

14. Comme le rappellent Halebian et al. (2009), certaines recherches concluent à une augmentation de la productivité sur le long terme suite à des opérations d'acquisition comme le travail empirique de McGuckin and Nguyen (1995), d'autres présentent des résultats beaucoup plus mitigés, comme Klein (2001). L'existence d'efficacité n'a rien de systématique et doit donc faire l'objet d'une analyse au cas par cas Motta (2004).

réallocation de ces compétences et moyens, ce qui est susceptible d'engendrer des efficiences. De plus, nombre des ressources des entreprises ne sont pas rivales et peuvent être utilisées simultanément par toutes les parties à l'acquisition sans nuisance pour les autres. Ainsi, l'acquisition augmente le périmètre d'utilisation de ces compétences et en améliore l'exploitation.

- *Exploitation de complémentarités.* Les compétences, les ressources, les activités ou les portefeuilles de clients des parties à l'acquisition peuvent être complémentaires. L'interaction de plusieurs éléments complémentaires permet d'atteindre un résultat supérieur à ce qui serait obtenu en considérant les éléments pris séparément. Autrement dit, les complémentarités génèrent de nouvelles sources d'économies, de profit et de croissance. Ces complémentarités sont sources de gains d'efficacité, sont recherchées par les entreprises en quête d'acquisition et conduisent à des taux de retours plus importants, comme l'ont montré King et al. (2008).
- *Diversification et innovation.* Les opérations de concentration sont un moyen important de diversification géographique, d'activité et technologique pour les parties à l'opération. En donnant un élan à la nouvelle entité, cette diversification peut engendrer des gains importants. Karim and Mitchell (2000), en particulier, ont montré que les acquéreurs modifiaient plus souvent la structure et la nature de leurs ressources et semblaient recourir à l'acquisition pour soutenir leur effort d'innovation.
- **Satisfaire le manager.** Les managers jouent un rôle très important dans la détermination de la stratégie de croissance d'une entreprise, en particulier en ce qui concerne les acquisitions. Or, ces managers peuvent avoir des objectifs différents des propriétaires de l'entreprise. En effet, comme le montrent notamment Harford and Li (2007), une acquisition emporte une hausse de la rémunération des dirigeants mais ne garantit pas une hausse des performances de l'entreprise. Ceci constitue un point de tension important entre les propriétaires et les managers de la firme qui peut conduire à une destruction de valeur. Une telle tension peut aussi apparaître lorsque les acquisitions ont pour unique propos de satisfaire l'ego du manager (Roll, 1986). Toutefois, et de manière intéressante, ce clivage disparaît lorsque le contrôle et la propriété sont détenus par un même groupe d'individus, comme c'est le cas des ETI familiales.

La performance des acquisitions

Une littérature importante montre que les opérations d'acquisition n'augmentent pas la valeur de l'acquéresse, que soient considérées des mesures de court ¹⁵ ou de long terme ¹⁶. Dans les faits, la principale bénéficiaire de l'opération d'acquisition, en termes de valeur, est la cible comme le montrent clairement Asquith and Kim (1982).

Pourtant, certaines opérations sont génératrices de valeur et déterminer les causes, ou les coïncidences, de ce résultat constitue un champ de recherche important de la littérature portant sur les acquisitions. Les principaux enseignements sont résumés dans les points suivants.

- **Il n'est pas toujours souhaitable d'acquérir une firme peu performante.** Les enseignements généraux de la littérature semblent soutenir l'idée que la performance d'une opération d'acquisition augmente lorsqu'une firme efficace acquière une entreprise peu efficace. Cela semble cohérent avec le résultat intuitif présenté par Chatterjee et al. (1992) qui montrent qu'une restructuration a un potentiel de génération de valeur très important. Toutefois, acquérir les firmes les moins performantes n'est pas nécessairement une stratégie gagnante. En effet, la restructuration ne peut générer de valeur que lorsqu'elle est possible et, souvent, ce n'est pas le cas lorsque la cible est dans une situation de détresse trop avancée, comme l'observe Clark and Ofek (1994).
- **Le type de paiement joue un rôle de signal important.** De nombreuses études ont tenté d'établir un lien entre le type de paiement, en liquidité ou en stocks, et la performance de l'opération d'acquisition. Si aucune conclusion univoque ne peut être clairement dégagée, il ressort de ce champ de recherche qu'il existe bien un lien entre le type de paiement et la performance. En effet, le choix du type de paiement peut être perçu comme un signal relatif à la qualité de l'acquisition ou à la valeur de la cible ou de l'acquéresse. Par exemple, King et al. (2004) suggèrent que les managers financent l'acquisition avec des liquidités lorsqu'ils estiment que leur firme est sous-évaluée ; aussi, un financement par le biais de stocks impliquerait une surévaluation

15. Parmi les contributions importantes portant sur ce sujet, Asquith (1983), Dodd (1980) et Jarrell and Poulsen (1989) sont particulièrement intéressantes.

16. Voir en particulier Agrawal et al. (1992) et Loderer and Martin (1992).

de l'acquiesseuse. Si cette dichotomie est plus spécifique aux entreprises cotées, le rôle de signal du moyen financier d'acquisition est un enjeu générique s'appliquant aux ETI.

- **Une expérience pertinente augmente la performance d'une acquisition.** Sans surprise, la performance d'une acquisition est positivement corrélée à l'expérience de l'acquiesseuse. Néanmoins, il apparaît que cette relation n'est pas linéaire. Halebian and Finkelstein (1999), notamment, montrent que la relation entre expérience et performance des acquisitions suit une courbe en U inversée : la performance est la plus faible pour un niveau d'expérience moyen. Les auteurs expliquent cette forme particulière par une défaillance du système d'apprentissage. Les acquéreurs moyennement expérimentés auraient tendance à plaquer les connaissances acquises lors des acquisitions passées aux opérations futures sans les adapter à la situation, ce qui est source d'erreurs. Aussi, la performance des acquisitions évolue avec l'expérience lorsque cette dernière porte sur des opérations semblables.

Les implications d'une propriété et d'une gestion familiales

Une firme est souvent pensée dans la théorie économique comme une Agence possédée par des actionnaires, collectivement appelé Principal, et pratiquement opérée par un manager, appelé l'Agent. De manière évidente, le Principal et l'Agent n'ont pas les mêmes objectifs. Par exemple, le Principal accorde de l'importance à la valeur de l'entreprise alors que l'Agent accorde de l'importance à sa rémunération. De même, le Principal et l'Agent peuvent ne pas avoir la même préférence vis-à-vis de risque ou ne pas se concentrer sur le même horizon temporel. Par exemple, l'Agent peut vouloir maximiser sa rémunération de court terme alors que le Principal peut miser sur une augmentation de la valeur de son entreprise sur le long terme.

Ces écarts de préférences, potentiellement importants, engendrent des frictions au moment de prendre des décisions et ces difficultés sont magnifiées par l'existence d'asymétrie d'information. En effet, il est impossible pour le Principal de connaître parfaitement la qualité du manager qu'elle/il emploie tout comme il lui est impossible de savoir avec certitude que le manager agira bien comme convenu. Ces deux problèmes issus de l'asymétrie d'information sont respectivement identifiés comme la sélection adverse et l'aléa moral.

Pour les résoudre, le Principal doit mettre en place des stratégies incitatives qui ne sont pas toujours parfaitement efficaces et qui imposent des coûts.

En théorie, une entreprise familiale n'est pas touchée par ces problèmes d'Agence dans la mesure où la propriété et le contrôle effectif sont détenus par des individus aux intérêts alignés¹⁷. Dans les faits, cet alignement peut être parfait au point de rendre toute structure de gouvernance potentiellement néfaste (puisque coûteuse sans apporter de bénéfices) comme le suggèrent Jensen and Meckling (1976). Mais la nature familiale de la firme peut engendrer d'autres particularités associées à des problèmes différents comme le notent Karra et al. (2006).

En effet, la nature familiale de la firme peut faire émerger des objectifs différents comme la volonté de fournir un emploi ou des revenus aux membres de sa famille. Cette volonté, qualifiée d'« altruisme » dans la littérature, peut indubitablement entrer en conflit avec l'objectif de maximisation de la performance de l'entreprise et constitue selon Dyer Jr (2003) une caractéristique distinctive de ces firmes. Néanmoins, il convient de noter que l'altruisme permet également de garantir une cohésion et un alignement des intérêts qui réduisent les coûts d'Agence. Aussi, il n'est pas possible, *a priori*, de déterminer si l'altruisme augmente ou diminue la performance des entreprises familiales.

L'importance de la personnalité du dirigeant, du top management et de la culture de l'entreprise

Comme évoqué ci-dessus, certaines individualités, en particulier les dirigeants d'entreprises ainsi que le *top management*, jouent un rôle de premier plan lors d'une acquisition et l'affecte de différentes manières dont les principales sont détaillées ci-dessous.

- **La décision d'acquérir est influencée par des biais cognitifs individuels.** La décision d'acquérir des individus en position de responsabilité dépend de facteurs culturels, politiques et psychologiques, comme le note Pablo (1994). Mis devant la même situation, il est peu probable que deux individus aux caractéristiques différentes

17. Fama and Jensen (1983) et Fama and Jensen (1985), considèrent par exemple que les coûts d'Agence sont inexistantes ou négligeables dans le cas d'une entreprise familiale.

prennent exactement la même décision. Outre ces déterminants fondamentaux des préférences, la décision d'acquérir est aussi soumise à des biais cognitifs propres aux managers qui peuvent faire preuve d'une confiance trop importante dans leurs capacités¹⁸ ou choisir de réaliser une acquisition pour justifier ou améliorer l'opinion qu'ils se font d'eux-mêmes.

- **La performance de l'acquisition dépend souvent de la capacité de l'acquiesse à retenir les individus clés de la cible.** Les individus prenant la décision d'acquérir ne sont pas les seules individualités importantes lors d'une opération d'acquisition. En effet, la performance de la cible dépend souvent de quelques éléments clés, en particulier le dirigeant. Suite à une acquisition, le danger est grand de voir ces éléments quitter l'entreprise et son efficacité diminuer. Cannella Jr and Hambrick (1993) ont par exemple montré que le départ d'exécutifs clés de la cible emporte une diminution de la performance de l'acquisition.
- **Un bon fit est essentiel à la réussite de l'opération d'acquisition.** Enfin, il ressort de la littérature portant sur la performance des acquisitions, et en particulier des travaux de Chatterjee et al. (1992), Very et al. (1997) Ramaswamy (1997) et Porrini (2004), que la bonne entente culturelle entre les entreprises, personnelle entre les employés et stratégique entre les activités sont des facteurs cruciaux de la réussite d'une opération d'acquisition.

Ces éléments mis en avant par la recherche depuis plusieurs dizaines d'années permettent d'organiser l'approche d'enquête de terrain et les analyses menées dans la suite, mais ils peuvent en retour être questionnés par l'observation du fonctionnement réel des ETI en matière d'acquisitions.

18. Cet excès de confiance renvoie à la notion d'*hubris* notamment étudiée par Hayward and Hambrick (1997).

Annexe 4 : Les ETI sont des acteurs majeurs de l'économie française

La catégorie des entreprises de taille intermédiaire (ci-après, ETI) a été créée par le décret d'application n 2008-1354 de l'article 51 de la loi de modernisation de l'économie (ci-après, LME).

Cette catégorie regroupe : « *Les entreprises qui n'appartiennent pas à la catégorie des PME et qui, d'une part, occupent moins de 5 000 personnes, d'autre part, ont un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1 500 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 2 000 millions d'euros* »¹⁹.

En janvier 2022, le premier communiqué de la « Stratégie Nation ETI », pilotée par France Relance et la Direction Générale des Entreprises (ci-après, DGE), dénombre en s'appuyant sur les données de l'INSEE environ 5 400 ETI en France, soit environ 0,2 % des entreprises françaises. Un tiers des entreprises de cette catégorie est actif dans le domaine de l'industrie, particulièrement dans l'industrie manufacturière²⁰.

Malgré leur faible nombre, les ETI ont une présence importante dans l'économie française à, au moins, six niveaux :

- Premièrement, les ETI avec leur 3 millions d'employés comptent pour 25 % de l'emploi en France. Elles ont, en outre, créé entre 2008 et 2017 près de 68 700 emplois salariés.
- Deuxièmement, les ETI réalisent 30 % du chiffre d'affaires national.
- Troisièmement, les ETI réalisent 29 % des investissements nationaux.
- Quatrièmement, les ETI créent 26 % de la valeur ajoutée nationale.
- Cinquièmement, les ETI réalisent 33 % de leur chiffre d'affaires à l'exportation.

19. INSEE, définition des catégories d'entreprises, disponible à l'adresse suivante : <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1057>

20. France Relance, Stratégie Nation ETI, Mercredi 5 janvier 2022, disponible à l'adresse suivante : <https://www.economie.gouv.fr/files/2021-12/2022-0105-DP-strategie-nation-ETI.PDF>

- Sixièmement, les ETI sont des acteurs industriels importants. Avec 1 738 ETI industrielles, dont 78 % des sites sont localisés en France, cette catégorie d'entreprises rassemble 35 % des salariés de l'industrie française.

Annexe 5 : Description des catégories

Catégories construites

Deux caractéristiques essentielles se détachent dans l'enquête menée, qui suggèrent de présenter par endroit des analyses séparées.

- **Distinction entre les ETI « familiales » et « non familiales »**

Lorsque cela est pertinent, les résultats sont présentés en fonction de la structure de gouvernance de l'entreprise qui peut être « familiale » ou « non familiale ». Une ETI est considérée familiale si la somme des parts du dirigeant familial et des membres de la famille non dirigeants est supérieure à 50 % du capital de l'entreprise.

- **Distinction entre « acheteurs occasionnels » et « acheteurs en série »**

Les résultats sont rendus, lorsque cela est pertinent, en distinguant deux catégories de répondants. La première catégorie est constituée des « acheteurs occasionnels », c'est-à-dire des entreprises ayant réalisé entre 1 et 10 acquisitions depuis 2010. Ces entreprises ont fourni des informations sur leur dernière acquisition. La seconde catégorie est celle des « acheteurs en série ». Il s'agit des entreprises ayant réalisé plus de 10 acquisitions depuis 2010. Ces entreprises bénéficient d'une grande expérience des acquisitions. Les acheteurs en série répondent en moyenne sur l'ensemble de leurs acquisitions.

Annexe 6 : Les différents modes de financement utilisés par les ETI

Les achats sur fonds propres

Certaines ETI ont déclaré n'acheter que sur leurs fonds propres, c'est-à-dire qu'elles ne souhaitent pas contracter de dette mais comptent sur leur trésorerie pour assurer l'acquisition. Le nombre de leurs rachats est relativement moins important du fait du temps nécessaire à la reconstitution de la trésorerie. La plupart du temps, la volonté de ne pas recourir à l'endettement est justifiée par les ETI par une incompatibilité entre la dette et leur objectif²¹.

21. Le contexte macroéconomique actuel permet des emprunts à des taux d'intérêt très faibles. Ce changement réduit le risque perçu par ces ETI et certaines commencent à recourir à l'endettement pour ces raisons précises. Par exemple, une ETI familiale rencontrée présentait une aversion au risque extrêmement forte, l'idée même de croissance externe faisant débat lors des assemblées générales. Elle a pourtant financé ses dernières acquisitions avec de la dette en raison des très faibles taux d'intérêts.

Raisons évoquées pour justifier une absence de recours à la dette

Contracter une dette limite l'indépendance de l'entreprise. Une entreprise de services informatiques interrogée indiquait que sa stratégie était incompatible avec le recours à un emprunt auprès d'une banque et ceci pour une raison simple et inattendue : l'objectif de l'entreprise n'est pas axé sur la rentabilité. Contracter de la dette l'aurait obligée à fournir des garanties de taux de retour et contrainte à un reporting qu'elle ne souhaite pas réaliser. Le dirigeant décrit en effet une relation « compliquée » avec les banques.

Contracter une dette impose un certain risque. Une autre ETI du domaine médical explique que l'endettement aurait été nécessaire si elle avait eu l'ambition de devenir un grand groupe mondial incontournable mais que ce n'est pas dans ses objectifs et qu'elle souhaite plutôt diminuer son risque.

Impossibilité structurelle à recourir à la dette. Une dernière ETI achetant sur fonds propres répond aux critères spécifiques d'une société en commandite, avec des associés gérants pouvant engager la société par leur responsabilité illimitée. Les premiers achats ont par ailleurs été effectués grâce à leurs apports personnels.

Dans les résultats du questionnaire, ce comportement semble indépendant du caractère familial des ETI ou de leur taille. Il apparaît que le recours exclusif aux réserves est propre aux acheteurs occasionnels.

Endettement et Leveraged buy-out

L'alternative aux fonds propres est le recours à la dette - généralement bancaire. Il ressort de nos entretiens que les ETI d'Île-de-France utilisent le plus souvent deux formes d'endettement en supplément de l'emprunt classique ou dette *senior* :

- **L'emprunt mezzanine ou dette junior.** De nombreuses ETI ont recours à l'emprunt mezzanine qui comprend un emprunt principal, la dette *senior*, dont le remboursement commence immédiatement, et une dette mezzanine, dont le remboursement ne commence qu'après l'acquittement de la dette *senior*. Ce mode de financement intermédiaire permet à la fois d'obtenir un prêt plus long qu'un emprunt classique

et de retarder l'ouverture de son capital. Néanmoins, cette méthode induit bien sûr un risque accru. Si les objectifs de performance et de croissance ne sont pas atteints, les détenteurs de l'ETI subiront un effet de ciseau entre dette senior et dette junior. Une entreprise du secteur de la santé interrogée a pour habitude de financer intégralement ses acquisitions par dette bancaire et dette mezzanine. Son dirigeant décrit bien ce risque en l'appelant « l'Epée de Damoclès du service de la dette ».

- **Leveraged buy-out.** Un Leveraged Buy-Out (LBO) est un mécanisme financier dans lequel le rachat d'une entreprise est financé par une société holding via un endettement remboursable par la société acquise. Ce mécanisme est souvent utilisé par des fonds d'investissement, car il permet d'augmenter le taux de rentabilité de leur investissement grâce à l'effet de levier produit par la dette. De nombreuses ETI interrogées sont dans ce cas de figure : elles sont détenues par un fonds et leur résultat sert partiellement à rembourser le service de la dette contractée par le fonds

Le test du LBO pour évaluer la pertinence d'un achat

Selon une entreprise de logistique ayant participé à l'enquête et rompue aux acquisitions, un critère pour évaluer une bonne acquisition est la capacité de la société rachetée à s'autofinancer, c'est-à-dire qu'elle doit être capable de rembourser l'emprunt ayant permis son rachat avec ses propres résultats sur le moyen terme.

L'intervention des fonds d'investissement

L'entrée d'un fonds de placement au capital de l'ETI constitue un moyen intéressant de dégager les ressources nécessaires à un rachat. Outre cet apport financier, le fonds de placement est aussi à même de faire partager son expérience et de fournir de précieux conseils à l'ETI.

Néanmoins, l'entrée d'un fonds de placement est susceptible d'engendrer des difficultés pour l'ETI qui peuvent être de deux ordres :

- **Une différence d'horizon.** L'horizon de l'ETI est le plus souvent de long terme. Nombre de ces entreprises sont familiales et ont pour objectif la transmission. Le fonds de placement, au contraire, cherche une rentabilité à un horizon plus proche

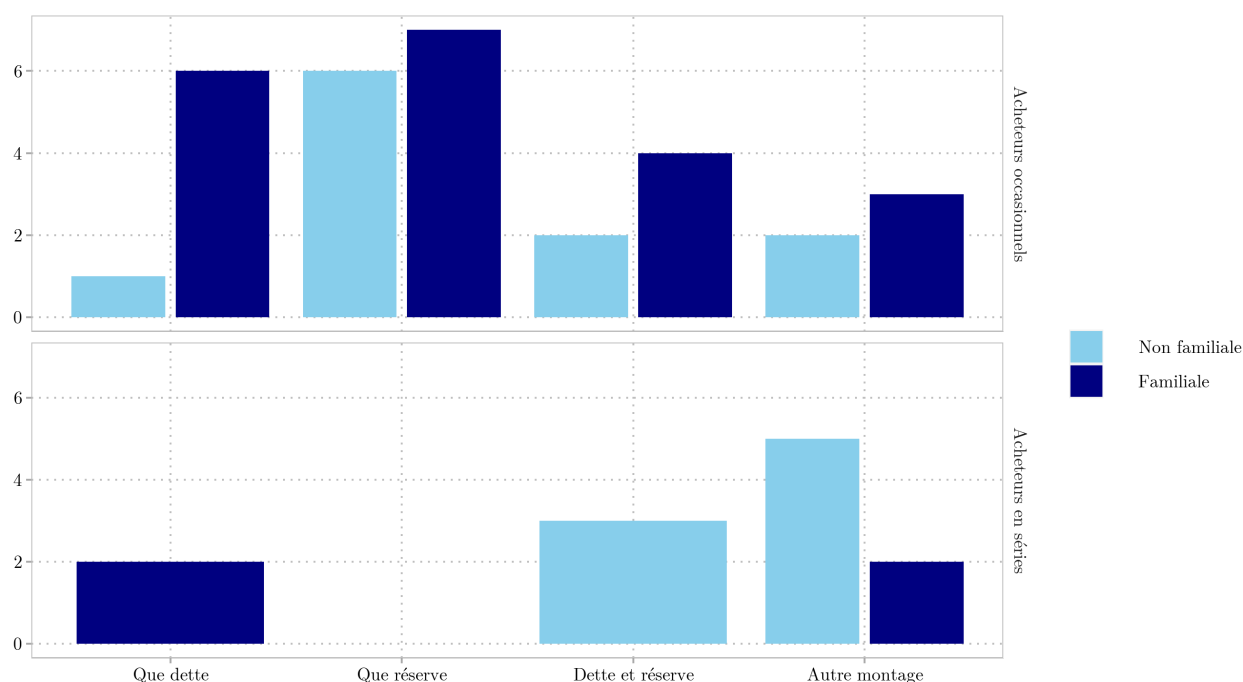
ce qui peut le pousser à appuyer des décisions que ne soutiennent pas les dirigeants des ETI.

- **Une dilution du capital.** Faire entrer un fonds d'investissement dans sa structure entraîne une dilution du capital, une question cruciale pour les ETI familiales. L'entrée d'un fonds d'investissement au capital modifie le pouvoir de décision et bouleverse les schémas de rémunérations dont dépendent les revenus familiaux.

Le choix des modes de financement dépend de la taille de l'entreprise et du caractère familial de l'ETI

Les résultats du questionnaire permettent de construire les Figures 13 et 14. La Figure 13 semble montrer que les ETI familiales semblent recourir plus systématiquement à la dette que les ETI non familiales, que soient considérés les acheteurs occasionnels ou en série. En outre, le recours unique aux réserves est propre aux acheteurs occasionnels.

FIGURE 13 – Modes de financement en fonction du caractère familial ou non de l'ETI

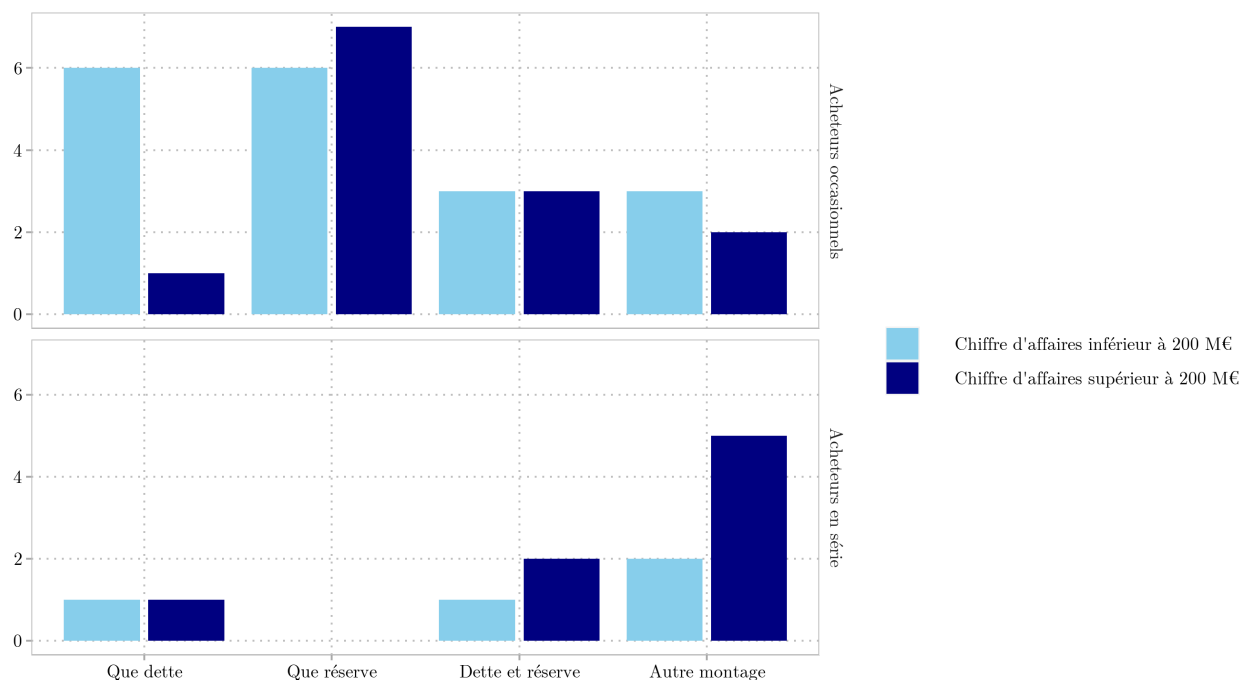


Lecture : Parmi les 31 acheteurs occasionnels ayant renseigné la question, 20 sont des ETI familiales. Parmi ces 20 entreprises, 6 déclarent avoir financé leur dernier achat uniquement par la dette. Parmi les 12 acheteurs en séries, ayant renseigné la question, 4 sont des ETI familiales. Parmi ces 4 entreprises, aucune ne déclare financer ses acquisitions uniquement par ses réserves.

Par ailleurs, le chiffre d'affaires de l'ETI paraît également avoir un impact pour les

acheteurs occasionnels. En effet, les acheteurs occasionnels ayant un chiffre d'affaires moins important semblent recourir davantage à la dette.

FIGURE 14 – Modes de financement des acquisitions en fonction du chiffre d'affaires



Lecture : Parmi les 31 acheteurs occasionnels ayant renseigné la question, 18 ont un chiffre d'affaires inférieur à 200 M€. Parmi ces 18 entreprises, 6 déclarent avoir financé leur dernier achat uniquement par la dette. Parmi 12 les acheteurs en séries, ayant renseigné la question, 4 ont un chiffre d'affaires inférieur à 200 M€. Parmi ces 4 entreprises, aucune ne déclare financer ses acquisitions uniquement par ses réserves.