

Audit d'acquisition et expertise indépendante dans les opérations de fusions-acquisitions : le cas Aérospatiale-Matra*

Christine POCHET
Université de Toulouse 1

Correspondance :

2, rue Albert Lautman, 31000 Toulouse
Tél. : 05 61 63 37 05 – Fax. : 05 61 23 84 33
Email : christine.pochet@univ-tlse1.fr

Résumé : La vague actuelle de fusions-acquisitions induit un développement sans précédent des missions d'audit d'acquisition. L'objet de ce travail est de procéder à l'exploration de cette forme particulière d'audit en s'appuyant tout à la fois sur un cadre conceptuel et sur l'étude d'un cas concret : celui de la fusion Aérospatiale-Matra.

Mots clés : fusions-acquisitions – pouvoir de négociation – risques d'agence – audit d'acquisition – expertise indépendante – méthodes d'évaluation.

Abstract : The present wave of mergers and acquisitions involves an unprecedented development of acquisition reviews. This paper aims at investigating that particular type of business review. It is based on a conceptual framework and a clinical study : the Aérospatiale-Matra merger

Key words : mergers and acquisitions – bargaining power – agency risks – acquisition review – independent expertise – valuation methods.

* L'auteur exprime ses remerciements au Professeur Gérard Charreaux ainsi qu'aux deux relecteurs anonymes pour leurs remarques et suggestions.

L'accélération récente de la vague de fusions-acquisitions amorcée depuis l'année 1998 a suscité un développement sans précédent des missions d'audit d'acquisition menées dans le cadre de procédures de *due diligence*¹. Celles-ci constituent pour les grands cabinets un secteur en pleine expansion. En effet, les problèmes d'évaluation occupent souvent le cœur des négociations lors des rapprochements d'entreprises. Ils alimentent également une large part du débat sur l'opportunité économique de telles opérations pour les acquéreurs. [D. Pène 1990]. Ils sont enfin à l'origine d'un contentieux de plus en plus fréquent entre actionnaires minoritaires et société-mère lors d'opérations de renforcement du contrôle ou de fermeture du capital d'une participation majoritaire par un groupe.

Qui dit audit d'acquisition dit accord entre les parties pour dévoiler l'une à l'autre de l'information privée susceptible de servir de base à une évaluation. L'audit d'acquisition ne se conçoit donc que dans le cadre d'une opération amicale. Au plan de la méthodologie, il s'apparente à un audit opérationnel orienté vers la détection des risques et dont le champ couvre la totalité des fonctions de l'entreprise. Il a pour objectif principal de procéder à un diagnostic général et à une valorisation argumentée de l'entité auditée. Il s'agit là d'une mission à caractère contractuel. Dans le domaine de l'audit légal, les commissaires à la fusion, agissant en tant qu'experts indépendants, ont pour mission de vérifier *ex post* « que les valeurs attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et que le rapport d'échange est équitable » (art. L.377 de la loi du 5 janvier 1988 instituant cette fonction).

L'audit, en tant qu'objet de recherche, a été abordé de deux manières : sous l'angle de la méthodologie (approche normative) d'une part, sous l'angle de la théorie positive de l'autre [J.F. Casta, A. Mikol 1999]. Quelle que soit la dimension choisie, la littérature sur l'audit

¹ Ce terme anglo-saxon sans équivalent exact en français désigne la procédure par laquelle les entreprises parties prenantes d'un projet de fusion mettent à la disposition l'une de l'autre les informations nécessaires à leur évaluation respective en vue de négocier la parité. Lors d'une acquisition, le vendeur seul organise une *due diligence* pour chacun des acquéreurs potentiels.

d'acquisition est pauvre sinon inexistante. En matière de méthodologie de l'audit opérationnel, J.C. Bécour, H. Bouquin [1996] ont noté que le cadre conceptuel était faible sinon inexistant. La même remarque peut être faite à propos de l'audit d'acquisition.

L'étude de la relation auditeur-audité a, pour sa part, été le plus souvent centrée sur l'audit légal et menée dans le cadre théorique du modèle de l'agence. Or, cette relation revêt dans le contexte d'un audit d'acquisition deux spécificités majeures (non-confusion du client et de l'audité, caractère symétrique) qui vont nécessiter un aménagement du cadre théorique.

L'objet de ce travail est de procéder à l'étude de l'audit d'acquisition (légal et contractuel) en le resituant dans le contexte général de la négociation entre partenaires d'un projet de rapprochement. La mission d'évaluation accomplie par les auditeurs occupe une place centrale dans la recherche. Compte tenu du caractère non récurrent des missions d'audit d'acquisition et de la dimension exploratoire de ce travail, la méthode de l'étude clinique a semblé ici la plus pertinente. Elle s'est déjà révélée fructueuse pour l'étude de la dynamique du gouvernement d'entreprise dans le contexte d'une opération de fusion [P. Wirtz 1999]. Le choix d'Aérospatiale-Matra, parmi les nombreuses opérations récentes de fusions-acquisitions, trouve sa justification dans l'importance prise par le débat sur les valorisations aussi bien dans le cadre des négociations entre les partenaires que sur la scène publique.

La démarche est la suivante : la première partie retrace brièvement les principales étapes de la fusion Aérospatiale-Matra ; l'élaboration d'un cadre conceptuel permet ensuite de formuler des hypothèses sur l'incidence du rapport de forces dans la détermination du prix, le rôle économique de l'audit d'acquisition et l'impact des méthodes d'évaluation ; enfin, l'étude de cas est conçue non comme un test de validité mais comme un moyen d'illustrer la manière dont les hypothèses peuvent être utilisées concrètement.

1. Le déroulement de la fusion Aérospatiale-Matra

Le rapprochement des sociétés Aérospatiale et Matra Hautes Technologies (MHT) s'inscrit dans la perspective du regroupement des entreprises d'aéronautique et de défense européennes, annoncé par la déclaration des chefs d'État et de Gouvernement du 9 décembre 1997. Pourtant, l'annonce de ce rapprochement à l'été 1998 provoque une vive surprise. En effet, Aérospatiale se trouve déjà engagée dans un processus de négociation avec ses partenaires européens visant à transformer la structure d'Airbus de celle d'un GIE en une société privée dite SCE (*single corporate entity*). Pour le gouvernement, ce mariage franco-français est une étape nationale sur la voie de la consolidation européenne.

Pourtant, la priorité accordée par Aérospatiale aux négociations avec Matra puis la crise ouverte au sein des partenaires d'Airbus par les rumeurs insistantes de fusion entre British Aerospace (BAe) et DASA (Deutsche Aerospace SA) fin 1998 vont conduire à l'ajournement *sine die* du projet de SCE.

L'État comme le groupe Lagardère (désormais Lagardère) ayant la volonté d'aboutir rapidement à un accord, les opérations de *due diligence* débutent dès la fin de l'été. Les *business plans* (ou documents financiers prévisionnels) sont échangés fin septembre et l'ouverture des *data rooms*² intervient dès le début du mois d'octobre. L'examen des documents durera un peu plus d'un mois.

Démarre alors l'ultime phase de négociation. Elle porte sur quatre éléments : la valorisation relative des deux sociétés, la désignation des futurs dirigeants de la nouvelle entité, le pacte régissant les relations entre ses deux principaux actionnaires et l'accord industriel organisant les transferts de partenariats. Si les deux derniers points sont acquis assez rapidement, les questions des valorisations et du choix des dirigeants vont prolonger la négociation de plusieurs semaines.

² Ce terme désigne le lieu géographique où sont rassemblées les données mises à la disposition d'un acquéreur potentiel par une firme lors d'une *due diligence*.

Dans le même temps un événement contribue sans doute à desserrer la contrainte de temps qui pesait sur les négociations. À la surprise générale, les négociations entre BAe et DASA tournent court et le 19 janvier 1999 est annoncée l'absorption par BAe de la branche électronique de défense de GEC Marconi. La menace d'une marginalisation d'Aérospatiale au sein d'Airbus est donc provisoirement écartée.

Pour la répartition du pouvoir de direction et de contrôle, l'accord s'est fait sur une structure duale plutôt que sur un conseil d'administration unique. La présidence du conseil de surveillance revient à Jean-Luc Lagardère tandis que Yves Michot et Philippe Camus, respectivement dirigeants d'Aérospatiale et de MHT cohabiteront au sein du directoire, le premier comme président et le second comme directeur général.

Le problème qui va opposer Lagardère au gouvernement est celui des valorisations. L'accord de principe conclu en juillet 1998 prévoyait en effet que le groupe obtiendrait une part du capital du nouvel ensemble se situant entre 30 et 33 % en échange de l'apport de MHT. Or, après des mois de négociations, l'écart subsistant entre les évaluations des banques conseils des différentes parties reste considérable. Selon les Échos (15 et 16 janvier 1999), « *la fourchette s'établirait à quelque 10 points, les conseils d'Aérospatiale et du Trésor conférant à Lagardère 20 % du futur ensemble fusionné quand ceux de Lagardère lui donnent 30 %* ». Dans l'hypothèse où la fourchette basse serait retenue, Lagardère devrait payer une soulte de l'ordre de 5 milliards de francs pour atteindre son objectif de contrôle du tiers du nouvel ensemble. Un mois plus tard, le contenu des termes de l'accord final est rendu public par la voie d'un communiqué de presse émanant des ministères de tutelle d'Aérospatiale. Lagardère obtient 33 % du capital d'Aérospatiale-Matra en échange de l'apport de MHT et du versement d'une soulte de 850 MF. L'évolution du cours de bourse du futur titre Aérospatiale-Matra est en outre garantie, Lagardère s'engageant à verser à l'État une somme complémentaire pouvant atteindre 1,15 milliard de francs dans le cas où la progression sur deux ans du titre serait inférieure de 8% à l'évolution du CAC 40 sur la même période.

Diverses réactions vont suivre la publication de ce communiqué. Le montant de la soulte payée par Lagardère est jugé raisonnable par les marchés financiers. La majorité des analystes considère que l'opération est équilibrée, la valorisation de MHT étant sensiblement la même à l'intérieur du nouvel ensemble que ce qu'elle était au sein du groupe Lagardère. Les syndicats sont, pour leur part, très critiques : la CGT parle de « *bradage industriel* » et la CFDT dénonce « *une manipulation financière* ». Toutefois, les salariés d'Aérospatiale semblent plutôt favorables au rapprochement avec MHT, et ce d'autant plus que les partenaires ont indiqué que la fusion n'entraînerait pas de restructuration ayant un impact sur l'emploi.

Le 26 mars, la Commission des Participations et Transferts (CPT) chargée de veiller au respect des intérêts patrimoniaux de l'État, rendra un avis favorable à la fusion.

2. Fusions-acquisitions : des opérations risquées

La question de recherche, à laquelle cette partie se propose d'apporter un éclairage de nature conceptuelle, porte sur le rôle de l'audit d'acquisition (audit contractuel et audit légal) dans la négociation du prix lors d'un projet de regroupement. À cette fin, l'audit d'acquisition est tout d'abord resitué dans le contexte général de la négociation entre parties prenantes d'un projet de regroupement d'entreprises (2.1.). Cette approche est complétée par l'analyse du risque engendré pour les acquéreurs par les opérations de fusions-acquisitions, désormais désigné sous le nom de risque d'acquisition (2.2.). Les deux sous-sections suivantes dégagent les implications de ce cadre conceptuel sur l'analyse du rôle économique de l'audit d'acquisition d'une part (2.3) et sur la méthodologie d'autre part (2.4).

2.1. Un cadre théorique pour l'étude de l'audit d'acquisition

Le modèle d'agence dyadique développé par G. Charreaux [1999] est tout d'abord mobilisé afin de tracer le cadre de la relation globale qui s'établit entre partenaires d'un projet amiable de fusion-acquisition.

Les apports de la théorie économique de l'expertise pour l'étude de l'audit d'acquisition sont ensuite examinés.

2.1.1. Le modèle d'agence dyadique appliqué aux fusions-acquisitions

Le modèle d'agence dyadique a été développé par G. Charreaux à partir d'une relecture de l'article fondateur de la théorie de l'agence de M.C. Jensen, W.H. Meckling [1976]. Dans cette nouvelle approche, la « relation de coopération » qui s'établit entre deux parties ayant décidé de collaborer à un projet commun se substitue, en tant qu'objet d'analyse, à la relation d'agence classique. Deux conséquences découlent de cette conception élargie de la théorie de l'agence qui la rendent particulièrement appropriée à la modélisation des fusions-acquisitions.

Tout d'abord, la conception asymétrique qui caractérise le modèle principal-agent est abandonnée. La relation d'agence traditionnelle est éclatée en une double relation d'agence dans laquelle chacun des acteurs souscrit des obligations vis-à-vis de l'autre en vue de la réalisation d'un projet commun. Dans le cas des fusions-acquisitions, la relation d'agence symétrique qui s'établit lie les dirigeants des entreprises concernées par le projet, chacun d'eux étant réputé agir dans l'intérêt des actionnaires qu'il représente. Cette condition n'étant pas toujours remplie, les risques auxquels se trouvent exposés les actionnaires en cas d'opportunisme de leurs mandataires seront examinés plus loin. La tâche commune impliquant la collaboration des partenaires varie selon qu'il s'agit d'une fusion ou d'une simple acquisition. Dans le premier cas, chacun des partenaires travaille avec l'autre à faire aboutir le projet puis s'engage à collaborer à la gestion du nouvel ensemble en vue de maximiser la rente globale qui en sera issue. Dans une opération d'acquisition amiable, la relation de coopération qui s'établit entre les parties est par nature destinée à cesser avec la conclusion de l'opération³.

³ Il existe un cas intermédiaire, dans lequel la collaboration entre partenaires d'un projet d'acquisition se prolonge au-delà de la transaction pendant une pé-

Quelle que soit la durée de la collaboration qui va s'instaurer entre les partenaires une fois l'opération de regroupement achevée, toutes les fusions-acquisitions à caractère amical ont ainsi en commun de reposer sur la coopération des parties lors de la phase de négociation du projet, spécialement pour mener à bien le processus d'évaluation des partenaires. Par ailleurs, le contexte dans lequel se déroule ce processus est bien celui de l'agence : asymétrie d'information des partenaires l'un vis-à-vis de l'autre et divergence de leurs intérêts, chacun cherchant à s'approprier la plus large part de la rente générée par le regroupement d'entités complémentaires.

Le concept de relation de coopération permet aussi d'intégrer les phénomènes de pouvoir, ce qui est fondamental pour notre objet d'étude. Surtout, la symétrie de la relation n'implique pas nécessairement l'équilibre en termes de pouvoir de négociation.

L'explication la plus cohérente avec la théorie de l'agence d'un différentiel de pouvoir dans la négociation d'un projet de fusion-acquisition tient évidemment aux asymétries d'information, envisagées ici de manière réciproque. Prenons l'exemple d'un projet de fusion : il requiert l'évaluation des deux partenaires A et B. A possède bien entendu davantage d'information sur lui-même que B et réciproquement. Cependant, si A possède sur B davantage d'information que B sur A, il bénéficie d'un différentiel de pouvoir favorable qui lui permettra, par exemple, de tirer parti de la connaissance qu'il a des faiblesses de son partenaire pour minorer l'évaluation de ce dernier.

Mais l'information privée n'est pas l'unique source de pouvoir. Le recours à la théorie « de la dépendance envers les ressources » [J. Pfeffer 1981] permet de généraliser le raisonnement précédent. Dans cette perspective, en effet, le pouvoir dépend du contrôle exercé sur l'accès aux ressources difficilement remplaçables. Dans ce cas, le différentiel de pouvoir détenu par A sur B tient au fait que B dépend davantage des ressources que détient A pour réaliser son projet que A de celles de B. Il est aisé, là encore, de transposer ce raisonnement à la négociation d'un projet de regroupement entre firmes. La différence de

riode transitoire et porte sur la gestion commune de la firme cédée. C'est le cas de la majeure partie des cessions comportant une convention de *earn out*.

poids économique, la menace d'une opération hostile sur l'une des parties ou encore le caractère asymétrique de la complémentarité des actifs de A et B au plan stratégique constituent quelques exemples de sources de déséquilibre dans le pouvoir de négociation des partenaires.

Conformément au principe d'efficacité qui gouverne la théorie de l'agence, les acteurs de la relation de coopération vont chercher à réduire les coûts qui pourraient résulter de ce différentiel de pouvoir et ainsi rapprocher les intérêts des partenaires. Dans le cas des fusions, on doit s'attendre à ce que la négociation de la parité tout comme la rédaction du traité de fusion reflètent un tel comportement (**hypothèse 1**). En amont de la négociation, l'un des moyens de traiter d'éventuels différentiels d'information de chacun des partenaires sur l'autre, peut être de recourir à un expert dans le cadre d'une *due diligence*.

2.1.2. *Les apports de la théorie de l'expertise*

La théorie économique de l'expertise constitue un des développements récents de la théorie économique de l'assurance. Elle a été élaborée pour fournir des réponses aux problèmes posés par l'intervention d'un expert dans la relation entre assureur et assuré, la mission de l'expert consistant à évaluer l'ampleur des dommages subis par l'assuré en vue de son indemnisation [M.C. Fagart, P. Picard 1998].

L'examen par la théorie de la situation de l'expert est mené en considérant, d'une part, la relation qui le lie à l'assureur c'est-à-dire au donneur d'ordre, d'autre part, celle qui le confronte à l'assuré c'est-à-dire à l'audit.

La relation assureur-expert expose le donneur d'ordre au problème classique d'aléa moral lié à l'impossibilité pour celui-ci d'observer l'activité de l'expert et donc le soin avec lequel il remplit sa mission. Qui plus est, une partie sinon l'essentiel de l'information acquise par l'expert n'est pas communicable à l'assureur (sauf à coût prohibitif) : ce dernier doit donc s'en remettre à l'avis de l'expert quant à l'évaluation du sinistre sans pouvoir disposer d'une justification précise de cet avis.

La relation assuré-expert peut être source de deux difficultés principales pour l'assureur. Tout d'abord, l'assuré peut compliquer la tâche

de l'expert en lui communiquant des informations inexactes au sujet du sinistre dans le but d'augmenter les indemnités qu'il percevra (falsification des dommages). Pour prévenir ce risque, le soin apporté par l'expert à sa mission est évidemment crucial. Par ailleurs, il existe un risque de collusion entre assuré et expert. En effet, comme le montrent les travaux de J. Tirole [1986] consacrés au modèle principal-superviseur-agent, lorsque le superviseur (ici l'expert) détient une information susceptible de nuire aux intérêts de l'agent (ici l'assuré) et dont ne dispose pas le principal (l'assureur), une collusion entre le superviseur et l'agent est susceptible d'apparaître. La théorie de l'expertise soulève à cet égard la question de l'indépendance de l'expert vis-à-vis de l'assuré comme de l'assureur (pour prévenir toute entente qui conduirait à sous-évaluer systématiquement les dommages). L'indépendance de l'expert apparaît donc comme un facteur de qualité de la procédure d'expertise.

Le parallèle entre la situation de l'expert en assurance et celle de l'auditeur dans une opération de fusion-acquisition peut être facilement établi. Tous deux remplissent une fonction de médiation entre deux acteurs collaborant dans un contexte d'asymétrie d'information. Leur mission est de fiabiliser l'information fournie par l'un des cocontractants à l'autre et l'évaluation qui en découle [I. Dierickx, M. Koza 1991]. Pour y parvenir, l'auditeur comme l'expert en assurance s'appuient sur un examen direct de la situation du partenaire concerné (le cédant, l'assuré) et sur leur expertise, c'est-à-dire sur le capital de connaissances et de savoir-faire qu'ils ont accumulé dans un domaine particulier. L'intervention d'experts dans le cadre d'une procédure de *due diligence* est de nature à faciliter les négociations lorsqu'il existe un déséquilibre dans le degré de connaissance qu'ont les partenaires l'un de l'autre (**hypothèse 2**).

En matière d'audit également, indépendance et qualité sont liées dans la mesure où l'indépendance de l'auditeur influe sur sa propension à révéler les anomalies qu'il a pu découvrir [L.E. DeAngelo 1981a]. De nombreux auteurs se sont attachés à préciser les moyens par lesquels la qualité de l'audit pouvait être signalée au marché, celui-ci ne pouvant directement observer les procédures mises en place ni apprécier

l'indépendance du cabinet d'audit. La taille du cabinet [L.E. DeAngelo 1981b] constitue l'un de ces moyens, au même titre que le changement pour un cabinet de plus grande taille [W.B. Johnson, T. Lys 1990]. A *contrario*, les activités de conseil menées par des membres du même cabinet que l'auditeur sont perçues comme une menace pour l'indépendance de ce dernier [K. Pany, P. Rebers 1983 ; R. Shockley 1981 ; D. Simunic 1984 ; M. Knapp 1985].

Le cadre théorique qui vient d'être tracé, possède une incidence évidente sur l'approche du risque d'acquisition .

2.2. *Le risque d'acquisition*

Le risque d'acquisition peut être défini comme le risque auquel sont exposés les actionnaires de la firme acheteuse de voir la valeur des titres qu'ils détiennent baisser lors d'une opération de rapprochement avec une autre entreprise⁴.

Toute fusion-acquisition amiable met en jeu une relation de coopération entre dirigeants-partenaires potentiels, médiatisée par leurs auditeurs. Elle expose les actionnaires-acquéreurs, par l'intermédiaire de leurs dirigeants aux risques d'agence classiques ou plutôt, en l'espèce, aux risques de « coopération » que font naître l'asymétrie d'information, la rationalité limitée et l'incertitude. Mais le risque, pour les actionnaires, ne s'arrête pas là. Leur intérêt et celui des dirigeants peuvent diverger radicalement lors d'une opération d'acquisition. Les actionnaires sont alors exposés au risque d'opportunisme des dirigeants.

Considérons tout d'abord le cas où les dirigeants agissent loyalement à l'égard des actionnaires. Dans cette hypothèse, le risque qu'encourent ces derniers, se limite au risque de coopération entre dirigeants. Il comporte tout d'abord une dimension pré-contractuelle, c'est le risque de sélection adverse. Ce risque traduit la possibilité pour l'acquéreur de commettre une erreur dans l'appréciation des caractéristiques de la

⁴ Il existe également un risque pour les actionnaires de la firme vendeuse d'obtenir un prix inférieur à la valeur des titres cédés. Ce risque de cession n'est pas rigoureusement symétrique du risque d'acquisition dans la mesure où il ne comporte qu'une dimension pré-contractuelle.

firme cible et, par conséquent, dans l'évaluation de cette dernière ainsi que des effets de synergie qu'elle peut générer. Une telle erreur peut conduire à prendre une décision d'acquisition alors même que l'opération n'est pas rentable ou, au contraire, empêcher la conclusion d'un accord qui serait pourtant mutuellement profitable aux parties. La sélection adverse ne résulte pas nécessairement de la volonté du vendeur de dissimuler ou de minorer les points faibles de son organisation. Elle peut découler simplement de difficultés matérielles d'accès à l'information (problèmes de confidentialité) ou d'une rationalité limitée par les capacités cognitives de l'acquéreur. Toute opération d'acquisition peut en effet s'analyser d'un point de vue financier comme un investissement dont la rentabilité future est incertaine. Son appréciation dépendra à la fois du niveau d'information de l'acheteur et de sa compétence en matière d'évaluation de la cible. La théorie positive de l'agence analyse les mécanismes destinés à résoudre au mieux les problèmes informationnels comme un moyen de réduire le risque de sélection adverse et la perte résiduelle (coût d'opportunité) qui résulterait de l'échec des négociations [G. Charreaux 1999].

Le risque de coopération peut également comporter une seconde dimension, post-contractuelle. Il s'agit de l'aléa moral sur le comportement des dirigeants de la firme acquise lorsqu'ils sont maintenus dans leur poste. Les cessions assorties d'une convention *d'earn out* en fournissent de fréquents exemples. Dans ce cas, le fait de lier une partie de la rémunération du vendeur aux résultats futurs de la firme constitue à la fois une incitation pour le cédant à favoriser la transition et un dispositif de prévention du risque de surévaluation de l'entreprise.

Considérons maintenant le cas de dirigeants opportunistes tel que l'envisage la théorie de l'enracinement [A. Shleifer, R.W. Vishny 1989]. Les arguments de la fonction d'utilité du dirigeant sont la sécurité de l'emploi, la rémunération et la latitude décisionnelle à l'égard des actionnaires. Un des leviers pour accroître son utilité consiste pour le dirigeant à effectuer des investissements qui lui sont spécifiques au sens où son remplacement entraînerait pour les actionnaires une perte de valeur de la firme. Dans cette perspective, la réalisation d'opérations de fusion-acquisition s'analyse comme une stratégie délibérée de

« complexification » par les dirigeants de la structure de leur groupe. Ceci leur permet tout à la fois d'apparaître comme les seuls capables de les gérer et d'accroître leur latitude managériale en augmentant l'opacité du groupe pour les actionnaires.

Les conséquences d'un tel comportement sur la richesse des actionnaires sont discutées [G. Charreaux 1996]. R.P. Castanias et C.E. Helfat [1992] réfutent la thèse de l'opportunisme du dirigeant et proposent une interprétation de l'enracinement dans laquelle, loin de conduire à l'expropriation des actionnaires, il permet au contraire l'alignement de leurs intérêts avec ceux du dirigeant. Dans leur formulation classique, les modèles d'enracinement considèrent toutefois l'opportunisme du dirigeant comme néfaste aux actionnaires. La poursuite par les dirigeants d'opérations de mégafusions alors même que les résultats de nombreuses expériences passées se sont révélés décevants conforterait l'hypothèse d'un enracinement nuisible aux intérêts des actionnaires [F. Parrat 1999].

Les divers aspects du risque d'agence éclairent le rôle économique de l'audit d'acquisition et conduisent à formuler un certain nombre de remarques d'ordre méthodologique.

2.3. *Le rôle économique de l'audit d'acquisition*

L'audit d'acquisition est une procédure coûteuse. Si les entreprises y ont recours, c'est qu'elles en retirent un avantage économique. De même, si le législateur leur impose l'intervention d'un expert indépendant dans certaines circonstances (fusions, retraits obligatoires), c'est qu'il l'estime économiquement opportun. Le cadre théorique tracé précédemment permet d'identifier les motifs du recours à un audit d'acquisition, que l'initiative en revienne aux dirigeants des firmes concernées ou au législateur. La première fonction qu'il remplit est de réduire le risque de sélection adverse de l'acquéreur. Dans le cadre d'une procédure de *due diligence*, l'intervention de l'auditeur peut s'analyser comme une délégation d'expertise destinée à fiabiliser l'évaluation de la cible. De façon similaire, de nombreux travaux montrent que, lors des introductions boursières, le recours à un audit de qua-

lité permet de valider les informations fournies aux investisseurs et limite la sous-évaluation du prix de l'offre [S.M. Datar et *al.* 1991 ; G.A. Feltham et *al.* 1991 ; K. Menon, D. Williams 1991 ; C.E. Hogan 1997]. Il en est de même dans le cas, de plus en plus fréquent en France, où un expert indépendant intervient lors des procédures d'offres publiques, sur la demande de l'initiateur [P. Edey 1993]. Comme on l'a vu plus haut, une telle intervention n'est toutefois pas exempte de risques pour l'acquéreur : aléa moral relatif à l'effort consenti par l'auditeur, risque de collusion avec l'audit⁵.

Symétriquement, l'intervention d'un auditeur chez le vendeur dans le cadre de ce qu'il est convenu d'appeler une *vendor due diligence* est de plus en plus répandue dans les pays anglo-saxons [O. Breillot, J. Coroller 1998]. Elle permet de préparer la cession dans de meilleures conditions en identifiant à l'avance les points faibles du dossier. Le vendeur peut alors préparer un argumentaire, mettre en œuvre des actions correctrices ou encore réfléchir aux garanties qu'il pourrait offrir en contrepartie du risque encouru par l'acheteur.

Le rôle de l'audit d'acquisition est donc de produire une valeur de référence pour la discussion. Le prix qui sera finalement négocié dépend, quant à lui, des motivations de chacun des partenaires et du rapport de forces qui s'établira entre eux. L'intervention d'experts dans le cadre d'un audit d'acquisition apparaît économiquement justifiée en ce qu'elle permet au vendeur de signaler la valeur de sa firme, réduisant ainsi le risque d'erreur dans la détermination des valeurs de référence (absolues ou relatives) pour la négociation du prix ou de la parité (**hypothèse 3**).

L'audit d'acquisition joue également un deuxième rôle : il protège les actionnaires contre le risque d'opportunisme des dirigeants lorsqu'il est mis en œuvre par un expert indépendant tel que le commissaire à la fusion. Désigné par le Tribunal de Commerce, ce dernier a la responsabi-

⁵ Ce risque de collusion semble attesté par les professionnels eux-mêmes. Selon J.F. Rérolle [1996], «*on observe encore trop souvent en France des rapports d'évaluation de complaisance. Cette pratique devrait disparaître à terme avec les mises en cause de plus en plus nombreuses des « experts » les moins délicats*».

té d'émettre une opinion crédible sur la pertinence des méthodes d'évaluation employées et le caractère équitable de l'opération. La crédibilité de cette opinion dépend à la fois de la qualité de la mission et du caractère d'indépendance qu'elle revêt. C'est ainsi qu'au titre des incompatibilités prévues par la loi, il ne peut être choisi parmi les commissaires aux comptes des sociétés participant à l'opération. Le commissaire à la fusion contribue donc tout d'abord à établir la confiance des actionnaires dans l'information publiée sur l'opération [R. Teller 1998]. On peut parler en l'espèce de fonction fiduciaire. La question de l'indépendance de l'auditeur est tout particulièrement cruciale dans un cas particulier : celui des fusions à l'initiative d'un actionnaire majoritaire détenant le contrôle effectif de la cible⁶. Le conflit d'intérêts entre actionnaires minoritaires et dirigeants de la firme cédée est alors exacerbé et le risque de spoliation des premiers particulièrement élevé [H. DeAngelo et *al.* 1990]. C'est la raison pour laquelle la COB a imposé l'intervention d'un second expert indépendant pour les procédures de retrait obligatoire.

Le commissaire à la fusion remplit également, dans les limites fixées par l'article 377⁷, une mission de contrôle des dirigeants. En protégeant (quoique partiellement) les actionnaires contre l'opportunisme des dirigeants, il constitue un dispositif de gouvernement d'entreprise susceptible de rééquilibrer le rapport de forces entre actionnaires, le plus souvent minoritaires, et dirigeants.

Si l'indépendance de l'expert constitue une des conditions de l'efficacité de son intervention, sa compétence est également essentielle. La dimension méthodologique doit donc être abordée car les conditions de mise en œuvre de l'évaluation influent sur la capacité de l'audit d'acquisition à remplir correctement ses différentes fonctions.

⁶ Soit environ 80% des fusions en France sur la période 1992-1995.

⁷ La norme de travail relative au commissariat à la fusion précise ainsi que: « *le commissaire à la fusion n'a pas à se prononcer sur l'opportunité économique de l'opération ou sur les stratégies de groupe qui sous-tendent l'opération* ».

2.4. Modes d'évaluation et méthodologie de l'audit d'acquisition

L'absence de cadre conceptuel n'a pas empêché les praticiens de procéder à l'évaluation d'entreprises impliquées dans des opérations de regroupement ni le législateur et les institutions de surveillance du marché financier (COB, Conseil des Marchés Financiers) d'essayer de réglementer ces pratiques. Le commissariat à la fusion est, quant à lui, encadré par la norme n° 42 de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC). L'objet de ce paragraphe est de procéder à un examen critique des méthodes et prescriptions en vigueur au regard du cadre conceptuel. Pour la théorie financière, on le sait, dans l'hypothèse d'une continuité de l'exploitation, la méthode d'évaluation la plus pertinente (en dehors de la référence à l'évaluation par le marché), est celle des flux nets de trésorerie actualisés (FNTA). C'est sur la base d'une évaluation de ce type que devrait se fonder la décision d'acquisition. Qu'observe-t-on en pratique ? Dans une étude portant sur un échantillon de 207 offres publiques, A. Thauvron [1998] relève un recours quasi-général à la référence aux cours passés ainsi qu'une utilisation très largement majoritaire des méthodes patrimoniales : actif net comptable (ANC) et actif net réévalué (ANR). La méthode des FNTA est, quant à elle, pratiquement absente des offres, sauf lorsqu'elles font l'objet d'un retrait obligatoire⁸, soit dans le seul cas où le législateur impose l'intervention d'un expert indépendant chargé d'apprécier la pertinence des méthodes retenues.

La référence aux cours passés est pleinement justifiée au plan théorique à condition que ces derniers soient significatifs (flottant suffisant) et qu'il n'existe pas d'informations non divulguées dont la diffusion aurait un impact sur le cours. Elle suppose toutefois que les marchés soient efficaces, c'est-à-dire que le cours anticipe correctement le futur en reflétant toute l'information disponible du moment. Cette condition d'efficience est généralement considérée comme remplie sur les mar-

⁸ La procédure de retrait obligatoire permet l'exclusion des minoritaires par le transfert de leurs titres aux majoritaires à l'issue d'une offre publique de retrait. Les minoritaires représentent alors moins de 5% du capital.

chés financiers occidentaux. La référence aux cours passés n'est bien sûr applicable qu'aux seules firmes cotées. Le recours aux méthodes patrimoniales apparaît beaucoup plus contestable. Outre les défauts inhérents à une évaluation comptable des éléments de l'actif net, ces méthodes souffrent d'une faiblesse conceptuelle. Elles reposent en effet sur l'hypothèse implicite que l'entreprise conservera dans le futur (sur un horizon temporel infini) une rentabilité égale au coût des fonds propres, hypothèse qui mériterait pour le moins d'être justifiée.

En fait, comme le remarque J.F. Rérolle, « *le choix des méthodes est souvent dicté par les contraintes matérielles auxquelles l'analyste se heurte dans son travail, que ce soit des contraintes de délai ou des contraintes informationnelles* ». C'est sans doute une des raisons pour lesquelles la méthode d'actualisation des flux est encore peu pratiquée. Sa mise en œuvre nécessite en effet la connaissance des projections (sur un horizon variant de deux à cinq ans) des documents financiers. Or l'information n'est pas toujours disponible dans l'entreprise même et lorsqu'elle l'est, elle peut être considérée comme trop confidentielle pour être communiquée à un acquéreur potentiel. Par ailleurs, la mise en œuvre de cette méthode est très délicate et le résultat nécessairement entaché d'une part de subjectivité⁹ [J.G. Degos 1995]. En effet, tous les paramètres du calcul (FNT prévisionnels, taux d'actualisation, nombre d'années, valeur normative) sont susceptibles d'être appréciés différemment d'un expert à l'autre et particulièrement les FNT prévisionnels, par nature aléatoires.

Dans ces conditions, on doit s'attendre à ce que les évaluations d'une même firme effectuées en recourant à la méthode des FNTA varient considérablement d'un expert à l'autre (**hypothèse 4**).

La méthodologie de l'audit légal soulève, elle aussi, des difficultés. Si l'appréciation de la pertinence du choix d'une méthode dans un contexte particulier est une chose, l'examen de la validité de sa mise en œuvre en

⁹ Le recours aux méthodes patrimoniales de préférence aux méthodes économiques s'expliquerait ainsi par le caractère plus objectif des premières par opposition aux possibilités de manipulation que recèleraient les secondes. On peut toutefois s'interroger sur la pertinence d'un arbitrage qui privilégie le caractère

est une autre. À cet égard, le recours aux FNTA pose un problème particulier, celui de l'audit des prévisions. En effet, le texte de la norme n° 42 est très laconique puisqu'il reprend simplement les termes de l'article 377. Les commentaires qui l'accompagnent et préconisent certaines analyses (cohérence, robustesse des hypothèses, sensibilité des résultats à ces hypothèses) n'ont ni caractère impératif ni valeur de recommandation. La COB précise pour sa part : « *les résultats prévisionnels des sociétés ne peuvent être pris en compte que si celles-ci disposent, quand l'activité est complexe, d'une comptabilité analytique d'exploitation et d'un système budgétaire suffisamment élaboré pour permettre de chiffrer avec une approximation acceptable les hypothèses des sociétés* ». Si le respect de ces deux conditions accroît la présomption de fiabilité des projections, seul un examen minutieux de la pertinence des méthodes de calcul de coûts et de la fiabilité du dispositif prévisionnel permettrait d'apprécier la pertinence de l'évaluation qui en découle. Un tel examen n'est pas effectué par les experts indépendants dont A. Thauvron indique que plusieurs de leurs rapports mentionnent explicitement ce point. Concernant les commissaires à la fusion, il n'existe pas aujourd'hui de norme de travail appropriée permettant de valider la mise en œuvre d'une évaluation par les flux prévisionnels. La qualité¹⁰ de la mission d'audit légal est ici en cause, l'auditeur manquant d'un référentiel méthodologique qui lui permette de détecter d'éventuelles anomalies (volontaires ou non) dans l'évaluation. En l'état actuel de la réglementation, le recours à la méthode des FNTA est de nature à entraver l'exercice par le commissaire à la fusion de sa double fonction disciplinaire et fiduciaire (**hypothèse 5**). Conscient de cette difficulté, le Président de la COB a mis en place un groupe de travail

incontestable d'un résultat numérique au détriment de sa signification économique.

¹⁰ L.E. De Angelo [1981a] définit ainsi la qualité de l'audit : « *l'appréciation par le marché de la probabilité jointe qu'un auditeur donné va simultanément (a) découvrir une anomalie significative dans le système comptable de l'entreprise cliente et (b) mentionner cette anomalie* ».

commun avec la CNCC en vue d'étudier les modalités possibles d'un examen des données prévisionnelles fondant les évaluations¹¹.

3. Le cas Aérospatiale-Matra

L'objet de cette partie est de confronter les hypothèses que le cadre théorique a permis de formuler aux résultats tirés de l'étude d'un cas de fusion récent, le cas Aérospatiale-Matra. Ces résultats proviennent de deux sources documentaires principales : une revue de la presse ayant couvert la phase finale des négociations (de la fin novembre 1998 à la mi-février 1999) ainsi que le document de référence visé par la COB, présentant aux investisseurs le groupe Aérospatiale-Matra préalablement à son introduction en Bourse.

Le cadre conceptuel a fourni les éléments du dictionnaire des thèmes utilisé pour analyser le contenu des données ainsi rassemblées. Les principales rubriques en sont les suivantes : rapport de forces, risque d'acquisition, audit d'acquisition, expertise indépendante, méthodes d'évaluation.

Après l'incidence du rapport de forces sur les résultats de la négociation (3.1.), le rôle de l'audit d'acquisition (3.2.) et les difficultés d'ordre méthodologique (3.3.) seront successivement abordés.

3.1. L'incidence du rapport de forces

La naissance du groupe Aérospatiale-Matra est le résultat d'une triple opération simultanée de fusion¹², de privatisation et d'introduction en Bourse. La fusion obéit à une logique industrielle. La privatisation d'Aérospatiale répond à une revendication récurrente de ses partenaires européens d'Airbus. L'introduction en Bourse a pour objectif d'assurer

¹¹Plus que les prévisions elles-mêmes, il s'agirait en fait d'auditer la procédure ayant permis de les établir afin de vérifier leur cohérence et leur pertinence, selon la démarche adoptée par les *underwriters* (établissements introducteurs) américains. Voir sur ce point Option Finance (14 juin 1999).

¹² Sur le plan juridique, l'opération revêt le caractère d'un apport partiel d'actifs soumis par choix des partenaires au régime des scissions.

la liquidité des titres. L'initiative du rapprochement revient au gouvernement français. « *On est venu nous chercher* » rapporte une source proche du siège de Lagardère. Le groupe public est en effet dans une situation stratégique délicate : il manque de capitaux propres et l'État n'a pas les moyens de remédier à cette situation. L'industrie française de la défense et de l'aéronautique est ainsi conduite à la privatisation et à la consolidation nationale avant de pouvoir envisager des partenariats européens dans de bonnes conditions. Le nombre de partenaires potentiels est toutefois très faible et Lagardère possède un atout majeur aux yeux de l'État : sa capacité démontrée dans un passé récent à nouer des alliances avec les partenaires européens du secteur (GEC, BAe, DASA).

Politiquement, le Premier ministre Lionel Jospin souhaite boucler au plus vite un dossier épineux sur lequel les gouvernements successifs se sont depuis dix ans épuisés à gérer d'interminables querelles entre acteurs du secteur. L'accomplissement de cette fusion permettrait en effet d'achever le processus de restructuration franco-français entamé depuis trois ans dans la défense et déjà couronné de succès avec la privatisation de Thomson-CSF et la prise de participation d'Aérospatiale dans Dassault Aviation.

Un dernier motif, d'ordre technique, incite le gouvernement à conclure rapidement un accord : la possibilité de trouver une « fenêtre » adéquate pour la mise sur le marché d'environ 20 % du capital du nouveau groupe avant la fin du premier semestre de 1999, comme prévu par l'accord initial.

Le différentiel de pouvoir de négociation est donc clairement en faveur de Lagardère même si MHT a beaucoup à gagner à la fusion. Comme le déroulement de l'opération l'a montré, ce déséquilibre des forces compromet un temps le succès des négociations. Pourtant, un accord est finalement trouvé sur les deux points de cristallisation du conflit : la fixation du prix et les modes de gouvernance du nouvel ensemble. Conformément à l'**hypothèse 1**, le pragmatisme des acteurs a permis de surmonter les difficultés nées du déséquilibre de pouvoir entre eux afin de permettre la conclusion d'un accord favorable aux intérêts des deux parties. À cet égard, les solutions imaginées ne manquent pas

d'originalité, tout particulièrement le mode de calcul de la soulte. Alors que l'ensemble des commentateurs anticipaient une relation positive entre le montant de la partie variable et la performance¹³, c'est au contraire dans l'hypothèse d'une performance boursière relative insuffisante du nouvel ensemble, que Lagardère devrait s'acquitter d'un versement complémentaire. Selon une source interne à Aérospatiale, « *Cette formule est équitable. Elle représente une prime accordée à la bonne gestion attendue du nouvel actionnaire de référence* ». Cette interprétation semble confirmée par une disposition de l'accord prévoyant qu'en cas de retrait de Lagardère avant deux ans, la soulte variable deviendrait immédiatement exigible.

On peut alors considérer que l'apport de MHT inclut un savoir-faire managérial précieux pour l'ancien groupe public, la soulte constituant une incitation à son transfert effectif au nouvel ensemble. La clause de stabilité vise, quant à elle, à protéger Aérospatiale du risque de recentrage de Lagardère sur le pôle communication-médias une fois la fusion achevée. L'ensemble du dispositif s'analyse en définitive comme un mécanisme de protection contre le risque contractuel *ex post* (aléa moral).

Le partage du pouvoir au sein des instances de direction et de contrôle, décrit plus haut, témoigne de la volonté d'afficher une répartition équilibrée du pouvoir de direction entre les parties prenantes à la fusion même s'il ne fait guère de doutes pour les observateurs qu'« *Aérospatiale-Matra va très clairement entrer dans le mode de fonctionnement de Lagardère* » (Les Échos). Le pacte d'actionnaires confère un statut particulier à Matra : celui de partenaire stratégique privilégié et de premier actionnaire privé du groupe. À ce titre, toutes les décisions majeures ne pourront être prises qu'avec l'accord conjoint de Lagardère et de l'État.

Le pacte vise également et peut-être surtout à préserver la stabilité de l'équilibre obtenu par la négociation. Ainsi, Lagardère est assuré de maintenir sa position dans le capital du nouveau groupe à hauteur de

¹³ « *S'ils sont bons [les résultats], Lagardère reconnaîtra sa mauvaise évaluation d'Aérospatiale et versera les montants prévus à l'État* », écrivent encore Les Échos du 15 février 1999.

33 %, l'objectif d'Aérospatiale-Matra étant de conclure rapidement de nouveaux accords au niveau européen ou mondial. De même, si la part de l'État descend au-dessous de 20 % du capital, Lagardère détient le droit de racheter prioritairement les actions mises en vente aux conditions définies par le pacte. Symétriquement, l'État dispose d'un droit de préemption sur les actions que Lagardère voudrait céder.

Les acteurs du projet de fusion démontrent ainsi leur capacité à élaborer des solutions, parfois innovantes, pour vaincre les obstacles d'une répartition inégale du pouvoir de négociation entre eux. Parmi ces solutions, celle permettant de surmonter les difficultés d'évaluation mérite un examen particulier.

3.2. L'audit d'acquisition : une solution organisationnelle aux difficultés d'évaluation

Si le rapport de forces apparaît globalement favorable à Lagardère en raison du contexte politique et stratégique de l'opération, sur le plan de la connaissance du partenaire, Aérospatiale semble mieux placé. En effet, à l'exception des télécommunications (22 % du chiffre d'affaires de MHT en 1997), le groupe public est familier des métiers de MHT qu'il s'agisse de l'espace (41 %) ou de la défense (37 %). La réciproque n'est pas vraie. L'aéronautique (avions et hélicoptères), principale activité d'Aérospatiale (soit 83 % du chiffre d'affaires consolidé du groupe pour 1998), est un secteur peu connu de Lagardère. Or, en l'absence de référence disponible à un cours boursier pour l'évaluation d'Aérospatiale et de MHT, la méthode des FNTA s'impose aux partenaires comme l'une des plus pertinentes. Dès lors, la qualité de l'évaluation dépend étroitement des possibilités d'accès à l'information (prévisions d'activité, de coûts) et de la capacité des analystes à en apprécier la pertinence.

L'organisation d'une *due diligence* permet de traiter les problèmes d'accès à l'information et de confidentialité. Pour l'ensemble de l'opération, seize *data rooms* ont été ouvertes : sept situées dans les entités de MHT et neuf au sein du groupe Aérospatiale. Tout au long du

processus, chaque groupe a été épaulé par une banque conseil et un cabinet d'audit.

Les risques d'échec d'un projet de fusion engendrés par un déséquilibre dans les asymétries d'information des partenaires l'un vis-à-vis de l'autre peuvent ainsi être atténués par le recours à un échange organisé d'informations entre partenaires potentiels et l'intervention d'experts, en accord avec l'**hypothèse 2**.

Les difficultés d'évaluation qui caractérisent le dossier Aérospatiale-Matra tiennent, d'une part à la spécificité de chacune des deux entreprises en termes d'activité, d'autre part, aux différences d'appréciation par les parties de certaines catégories de risques.

Tout d'abord, les deux groupes travaillent sur des cycles d'exploitation longs mais avec des intensités capitalistiques différentes. Les familles d'activité en cause – aviation commerciale, satellites, lanceurs, hélicoptères, missiles, aviation militaire – se trouvent à des stades différents de leur cycle de vie. Enfin, l'hétérogénéité de la répartition entre activités civiles et de défense d'un groupe à l'autre induit des modes de financement différents pour les commandes mais aussi pour la recherche-développement. Dans ces conditions, le choix de méthodes d'évaluation communes aux deux groupes était nécessairement délicat.

Par ailleurs, la controverse sur les risques s'est focalisée sur deux points précis : le risque de change et l'efficacité des politiques de couverture d'une part, les risques liés aux engagements hors bilan d'autre part.

Concernant le risque de change, la CPT note dans son rapport que *« les résultats d'Aérospatiale sont, hors couverture, très sensibles aux variations de change alors que ceux de MHT le sont peu »*. La politique de couverture du groupe public a ainsi logiquement fait l'objet d'un examen attentif de la part de Lagardère. Celui-ci a estimé le risque de change insuffisamment provisionné dans les comptes de 1998 d'Aérospatiale. Cette position a emporté l'accord de la CPT qui a validé une correction de deux milliards de francs de la valorisation du groupe public afin de tenir compte des risques de change.

Les engagements hors bilan d'Aérospatiale ont pour leur part été jugés d'un niveau élevé (8 milliards de francs). Parmi ces engagements,

certains correspondent à des garanties financières données par les GIE Airbus et ATR (Avions de Transport Régional) dans le cadre des contrats de ventes d'avions. Sur ce point, le document de référence destiné aux investisseurs indique : « *certaines de ces garanties donnent lieu à constitution de provisions pour risque afin de couvrir les charges futures qu'elles pourraient engendrer. Ce n'est pas le cas des garanties de valeur résiduelle¹⁴. Dans ce cas, le risque correspond à l'écart entre la valeur de marché estimée des avions à la date à laquelle l'option peut être exercée par les clients et la valeur garantie. Ce risque n'est pas provisionné dans la mesure où Aérospatiale estime que les engagements pris sont globalement cohérents avec les données disponibles concernant les avions d'occasion* ».

Ces deux exemples ainsi que les remarques précédentes illustrent la complexité des dossiers d'évaluation et l'enjeu pour les partenaires de l'intervention d'experts au cours d'une *due diligence* afin de réduire le risque de sélection adverse. Ce résultat est cohérent avec le contenu de l'**hypothèse 3**.

3.3. *Modes d'évaluation et difficultés méthodologiques*

Deux méthodes d'évaluation ont été retenues pour établir la parité : l'une fondée sur des comparaisons boursières, l'autre s'appuyant sur les prévisions de flux de trésorerie des deux groupes. Aucune des deux entités n'étant cotée, ce choix paraît pertinent dans la mesure où il retient deux critères dont la logique sous-jacente est proche de l'évaluation par le marché. Pourtant ces méthodes soulèvent, lors de leur mise en œuvre, des difficultés que les commissaires à la scission exposent dans leur rapport, conformément à leur mission : « *l'approche comparative est, au cas particulier, délicate dans son utilisation en l'absence de groupes totalement comparables à Aérospatiale et à MHT et en raison des faibles résultats dégagés par le groupe Aérospatiale dans le passé* ».

¹⁴ *Buy-back* ou prise en charge de la moins-value éventuelle en cas de revente des avions sur le marché de l'occasion.

La méthode repose en effet sur une analyse statistique de régression menée sur un échantillon d'entreprises comparables visant à identifier un fort lien de corrélation entre un indicateur (résultat courant, résultat net...) et la valeur de l'entreprise. Le modèle de régression une fois élaboré, il suffit de l'appliquer à l'entreprise à évaluer. On voit bien alors en quoi l'écart entre les projections de résultat (en forte croissance compte tenu des gains de productivité attendus et des perspectives de marché) et les performances passées d'Aérospatiale peut compromettre la pertinence d'une telle méthode et conduire à une sous-évaluation de la société.

La méthode des FNTA est, comme on l'a déjà signalé, très sensible au choix des hypothèses qui fondent les prévisions. Ce point est, lui aussi, explicitement mentionné par les commissaires à la scission comme une limite de l'évaluation, tout particulièrement en ce qui concerne les prévisions d'activité (à plus forte raison en année normative). L'aléa sur les volumes d'activité futurs n'est pas le seul à retenir l'attention des experts indépendants. Ceux-ci relèvent « *l'existence d'incertitudes spécifiques, allant au-delà du caractère toujours aléatoire de toute prévision* ». Sont ici visés les engagements hors bilan et notamment ceux liés à la part d'Aérospatiale dans les GIE Airbus et ATR. Dès lors, il n'est guère surprenant que les évaluations effectuées par les banques conseils des partenaires aient pu diverger dans les proportions mentionnées précédemment, comme le suggérait l'**hypothèse 4**.

Il est également clair que la position des commissaires à la scission, qui doivent se prononcer sur le caractère équitable du rapport d'échange est délicate. Elle l'est d'autant plus qu'au nombre des facteurs limitatifs de l'exercice, ceux-ci mentionnent « *un accès limité ou tardif à certaines informations significatives [...] pour des motifs de délai ou de confidentialité, également lié aux tensions inhérentes à des négociations de cette importance* ».

Les conclusions du rapport, citées dans la note de référence, trahissent une certaine perplexité des commissaires : « *Ces incertitudes peuvent affecter la parité retenue dans des proportions qu'il est difficile de chiffrer* », « *Dans une perspective purement financière, nous constatons que la parité retenue de 31,45 % se situe dans la*

fourchette des évaluations des banques conseils ». Toutefois, « *la considération du caractère stratégique de l'opération pour l'industrie française de l'aéronautique et de la défense ainsi que les risques encourus par Lagardère [leur] paraît justifier la parité retenue* ». La rédaction même de cette conclusion trahit le souci de répondre aux critiques formulées à l'égard de la parité lors de l'annonce officielle de l'accord à la mi-février¹⁵. Sa force de conviction est cependant quelque peu entamée par la remarque précédente.

Le cas Aérospatiale-Matra permet donc d'illustrer l'**hypothèse 5** qui signale la difficulté pour l'expert indépendant d'exercer ses fonctions fiduciaire et de contrôle lorsque la méthode des FNTA est retenue.

Conclusion

L'objet de ce travail était d'élaborer un cadre conceptuel permettant d'éclairer le rôle de l'audit d'acquisition dans les opérations de regroupement d'entreprises. Il s'agissait de montrer quelle fonction remplit l'audit dans le processus global de négociation entre partenaires du projet de rapprochement et comment cette fonction s'articule avec les phénomènes de pouvoir inhérents à ce type d'opérations.

Le cadre théorique a d'abord permis de suggérer que les acteurs d'un projet de fusion-acquisition étaient en mesure de surmonter les obstacles nés d'un déséquilibre de pouvoir par l'adoption de solutions organisationnelles et contractuelles visant à réconcilier leurs intérêts. L'audit d'acquisition constitue l'une de ces solutions. Le rôle de réduction du risque de l'audit d'acquisition est ainsi apparu. En permettant au vendeur de signaler dans des conditions satisfaisantes de confidentialité la valeur de sa firme, l'audit d'acquisition accroît les chances de succès de la négociation en limitant pour l'acheteur le risque de sélection adverse. L'audit légal exercé par des experts indépendants vise quant à lui

¹⁵ Le rapport des commissaires à la scission a été déposé le 27 mars 1999 auprès du Tribunal de Commerce de Paris.

à protéger les actionnaires des firmes concernées des velléités d'opportunisme de leurs dirigeants.

Le choix des méthodes d'évaluation par les partenaires a une incidence sur la capacité de l'audit à remplir ces différentes fonctions. Lorsque le résultat de l'évaluation est assorti d'une forte incertitude, comme c'est le cas avec la méthode des FNTA, les valeurs de référence des partenaires pour la négociation ont de grandes chances d'être éloignées l'une de l'autre. Dans ces conditions, le rôle du rapport de forces dans la phase finale des discussions sera d'autant plus important. Pour la même raison, l'expert indépendant aura des difficultés à établir l'équité du rapport d'échange.

L'examen du cas Aérospatiale-Matra illustre ces différentes propositions. Toutefois les résultats obtenus ici ne sauraient prétendre à la généralisation. Le contexte actuel devrait cependant fournir matière à la constitution d'un portefeuille de cas plus étoffé permettant d'affiner les hypothèses déjà élaborées, la nature même de ces hypothèses appelant de toutes façons un traitement qualitatif des données.

Bibliographie

- Bécour J.C., Bouquin H. [1996], *Audit opérationnel*, 2^{ème} édition, Économica.
- Breillot O., Coroller J. [1998], « Vendor Due Diligence ou comment mieux préparer la cession d'une entreprise », *Échanges*, n° 144, mai, p. 50-52.
- Casta J. F., Mikol A. [1999], « Vingt ans d'audit : de la révision des comptes aux activités multiservices », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, mai, p. 107-121.
- Castanias R.P., Helfat C.E. [1992], « Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, p. 153-184.
- Charreaux G. [1996], « Pour une théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue française de gestion*, novembre-décembre, p. 50-64.

Charreaux G. [1999], « La théorie positive de l'agence : lectures et relectures... » in G. Koenig (Éd.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^{ème} siècle*, Économica.

Datar S.M., Feltham G.A., Hughes J.S. [1991], « The Role of Audits and Audit Quality in Valuing New Issues », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, p. 3-49.

DeAngelo L.E. [1981a], « Auditor Independence, 'Low Balling', and Disclosure Regulation », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, p. 113-127.

DeAngelo L.E. [1981b], « Auditor Size and Audit Quality », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, p. 183-199.

DeAngelo H., DeAngelo L. [1984], « Going Private : Minority Freezeouts and Stockholder Wealth », *Journal of Law and Economics*, vol. 27, n° 2, p. 367-401.

Degos J. G. [1995], *Commissariat aux apports- évaluations et fusions*, CNCC-Éditions comptables Malesherbes.

Dierickx I., Koza M. [1991], « Information Asymmetries : How not to 'Buy a Lemon' in Negotiating Mergers and Acquisitions », *European Management Journal*, vol. 9, n° 3, p. 229-234.

Edey P. [1993], « Independent Expert's Reports in Takeover Bids », *Accounting and Finance*, vol. 33, n° 1, p. 1-18.

Fagart M.C., Picart P. [1998], « Analyse économique de l'expertise », *Risques*, n° 35, juillet-septembre, p. 21-31.

Feltham G.A., Hughes J.S., Simunic D.A., [1991], « Empirical Assessment of the Impact of Auditor Quality on the Valuation of New Issues », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, p.375-399.

Hogan C.E. [1997], « Costs and Benefits of Audit Quality in the IPO Market », *The Accounting Review*, vol. 72, p. 67-86.

Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, p. 305-360.

Johnson W.B., Lys T. [1990], « The Market for Audit Services, Evidence from Voluntary Audit Changes », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, p. 281-308.

- Knapp M. [1985], « Audit Conflict : An Empirical Study of the Perceived Ability of Auditors to Resist Management Pressure », *The Accounting Review*, vol. 60, p. 202-211.
- Menon K., Williams D. [1991], « Auditor Credibility and Initial Public Offerings », *The Accounting Review*, vol. 66, p. 313-332.
- Pany K., Rekers P. [1983], « Auditor Independence and Non-Audit Services : Director Views and their Policy Recommendations », *Journal of Accounting and Public Policy*, Spring, p. 43-62.
- Parrat F. [1999], « Les échecs des opérations de fusions-acquisitions : l'autre explication », *Revue française de gestion*, mars-avril-mai, p. 129-130.
- Pène D. [1990], *Évaluation et prise de contrôle de l'entreprise*, tome 2, Économica.
- Pfeffer J. [1981], *Power in Organizations*, Pitman Publishing.
- Rérolle J.F. [1996], « Évaluation d'entreprise, principes et méthodes », *Revue fiduciaire comptable*, n° 223, p. 37-72.
- Shleifer A., Vishny R.W. [1989], « Management Entrenchment : The Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 123-139.
- Shockley R. [1981], « Perceptions of Auditor's Independence : An Empirical Analysis », *The Accounting Review*, vol. 56, n° 4, p. 785-800.
- Unic D. [1984], « Auditing, Consulting and Auditor Independence », *Journal of Accounting Research*, vol. 22, n° 2, p. 679-702.
- Teller R. [1998], « Confiance et modèle comptable », *Économies et Sociétés, Sciences de gestion*, n° 8-9, p.263-276.
- Thauvron A. [1998], « Étude des modes d'évaluation lors des offres publiques », *Actes des XIV^{èmes} Journées Nationales des IAE*, Nantes, vol. 2, p. 529-543.
- Tirole J. [1986], « Hierarchies and Bureaucracies : On the Role of Collusion in Organizations », *Journal of Law, Economics and Organizations*, vol. 2, n° 2, p. 181-214.
- Wirtz P. [1999], « Évolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement d'entreprise : le cas Krupp-Thyssen », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 2, n° 1, mars, p. 117-143.

Annexe – Chronologie de la fusion Aérospatiale-Matra

Dates	Evénements
22/07/98	Annonce par le Premier Ministre de l'accord de principe donné par l'État et le groupe Lagardère au regroupement des activités d'Aérospatiale et de MHT.
8/12/98	Accord industriel entre Aérospatiale, le groupe Lagardère, Alcatel et Thomson-CSF précisant les responsabilités et les compétences respectives de chacune des entreprises dans les domaines de l'avionique, des systèmes de missiles et des satellites.
24/12/98	Transfert par l'État à Aérospatiale de la participation qu'il détenait dans Dassault-Aviation, soit 45,76 % du capital.
14/02/99	Publication au Journal Officiel du décret de privatisation décidant le transfert du secteur public au secteur privé de la majorité du capital d'Aérospatiale.
15/02/99	Signature par Aérospatiale et Lagardère SCA du projet de traité d'apport.
26/03/99	Accord de la Commission des participations et transferts relatif à la parité de fusion arrêtée en février par le gouvernement et le groupe Lagardère. Publication au JO du décret portant création d'une action spécifique (<i>golden share</i>) destinée à « préserver les intérêts essentiels de la sécurité nationale ».
29/04/99	Accord de la Commission européenne relatif à la fusion.
6/05/99	Vote des deux AGE en faveur du projet de fusion.
7/05/99	Début des opérations de pré-placement du titre Aérospatiale-Matra auprès des investisseurs institutionnels (8,5 % du capital).
25/05/99	Clôture des réservations de titres par les investisseurs institutionnels ; les actions ont été sursouscrites 36 fois. Fixation du prix de l'action à 19,20 euros pour les particuliers et à 19,60 euros pour les institutionnels.
26/05/99	Ouverture de l'offre réservée aux particuliers (7,65 % du capital).
1/06/99	Clôture de l'offre aux particuliers ; le taux de sursouscription atteint 7.
4/06/99	Première cotation du titre Aérospatiale-Matra sur le marché à règlement mensuel de la Bourse de Paris. Le cours d'ouverture est fixé à 22,5 euros.
11/06/99	Naissance officielle du groupe Aérospatiale-Matra ; première réunion du Conseil de Surveillance constatant la mise en place des nouveaux statuts de la société et de ses nouveaux organes sociaux ; nomination du Directoire.