

Fusions et acquisitions

de la pensée managériale et l'action stratégique à la création de valeur

Mohammed Ibrahimi



Fusions et acquisitions

First published 2018 in Great Britain by ISTE Editions Ltd.

Apart from any fair dealing for the purposes of research or private study, or criticism or review, as permitted under the Copyright, Designs and Patents Act 1988, this publication may only be reproduced, stored or transmitted, in any form or by any means, with the prior permission in writing of the publishers, or in the case of reprographic reproduction in accordance with the terms and licenses issued by the CLA. Enquiries concerning reproduction outside these terms should be sent to the publishers at the undermentioned address:

ISTE Editions Ltd
27-37 St George's Road
London SW19 4EU
UK

© ISTE Editions Ltd 2018

The rights of the authors of this work have been asserted by them in accordance with the Copyright, Designs and Patents Act 1988.

British Library Cataloguing-in-Publication Data
A CIP record for this book is available from the British Library
ISBN: 978-1-78405-496-0 (print)
ISBN: 978-1-78406-496-9 (e-book)



Printed and bound in Great Britain by CPI Group (UK) Ltd., Croydon, Surrey CR0 4YY, September 2018

Licence accordée à la Bibliothèque de l'Université du Québec en Outaouais

Fusions et acquisitions

*de la pensée managériale et l'action stratégique
à la création de valeur*

Mohammed Ibrahimi



Table des matières

Introduction	1
Partie 1. Taxonomie des fusions/acquisitions et évolution de la pensée managériale	3
Chapitre 1. Évolution stratégique des fusions/acquisitions	5
1.1. Typologies des fusions/acquisitions	6
1.1.1. Fusions/acquisitions horizontales	6
1.1.1.1. Définition des fusions/acquisitions horizontales	6
1.1.1.2. Définition de la concentration par les autorités de la concurrence	7
1.1.1.3. La performance des fusions/acquisitions horizontales	9
1.1.2. Fusions/acquisitions verticales	11
1.1.2.1. Définition des fusions/acquisitions verticales	11
1.1.2.2. Avantages et inconvénients des fusions/acquisitions verticales	12
1.1.3. Fusions/acquisitions conglomérées	13
1.1.3.1. Définition des fusions/acquisitions conglomérées	13
1.1.3.2. Avantages et inconvénients des fusions/acquisitions conglomérées	13
1.2. L'histoire des études sur la diversification	14
1.2.1. Les apports avant les années 1980	15
1.2.1.1. L'apport de Wrigley (1970)	15
1.2.1.2. L'apport de Rumelt (1974)	15
1.2.1.3. L'apport de Salter et Weinhold (1979)	17
1.2.2. Les apports des années 1980	19
1.2.2.1. Les contributions au début des années 1980	19

1.2.2.2. Les contributions à la fin des années 1980	20
1.2.3. La pensée managériale et les divergences	21
1.2.3.1. La pensée managériale et les diversifications	
durant les années 1990	21
1.2.3.2. Les divergences autour des fusions/acquisitions	23
Chapitre 2. Modalités de croissance et de riposte	25
2.1. Modes de fusions et de prises de contrôle	26
2.1.1. Types de fusions et d'acquisitions d'entreprises	26
2.1.1.1. Les types de fusions	26
2.1.1.2. Les types d'acquisitions	27
2.1.2. Modes de prises de contrôle et d'acquisitions	28
2.1.2.1. Les formes de prises de contrôle	29
2.1.2.2. Les modes d'acquisitions	30
2.1.3. Modes d'expansion et de riposte	31
2.1.3.1. Les options de fusions et d'acquisitions	31
2.1.3.2. Les modes d'entrée dans un marché	33
2.1.3.3. Les voies d'expansion	34
2.2. Les OPA en tant que marché de contrôle des entreprises	35
2.2.1. Caractéristiques du marché de contrôle	35
2.2.1.1. Définition	35
2.2.1.2. Prix de la transaction	36
2.2.1.3. Structure du marché de contrôle	37
2.2.2. Rôle joué par le marché de contrôle	37
2.2.2.1. Discipline par le marché de contrôle	37
2.2.2.2. Les opérations à effet de levier	38
2.2.3. Conséquences du marché de contrôle	39
2.2.3.1. Effets des acquisitions sur l'enracinement des dirigeants	39
2.2.3.2. Effets des acquisitions sur la performance des entreprises	41
Partie 2. Stratégies de fusions/acquisitions : causes à effets	43
Chapitre 3. Mouvements d'actifs : causes et conséquences	45
3.1. Les vagues de fusions/acquisitions	46
3.1.1. Le marché mondial et les vagues de fusions/acquisitions	46
3.1.1.1. Les vagues de fusions/acquisitions entre 1990 et 2016	46
3.1.1.2. Les fusions/acquisitions et la crise financière de 2008	48
3.1.2. Le marché américain et les vagues de fusions/acquisitions	50
3.1.2.1. L'étude de Capron (1995)	50
3.1.2.2. Les grands événements du marché américain	51

3.1.3. Le marché français et les vagues de fusions/acquisitions	53
3.1.3.1. La période 1959-1992	53
3.1.3.2. La période 1996-2006	55
3.1.3.3. La période 2007-2016	58
3.2. Diversification, restructuration, désinvestissement et respécialisation	59
3.2.1. Le désinvestissement comme stratégie de développement	59
3.2.1.1. Caractéristiques des désinvestissements	59
3.2.1.2. Déterminants des désinvestissements	61
3.2.2. Le <i>corporate restructuring</i>	63
3.2.2.1. Définition	63
3.2.2.2. La restructuration comme manœuvre stratégique	64
3.2.3. Conséquences des restructurations	67
3.2.3.1. Le chemin vers la spécialisation	67
3.2.3.2. Fusions/acquisitions et restructurations	69
Chapitre 4. Motivations et performances des fusions/acquisitions	71
4.1. Motivations des fusions/acquisitions	71
4.1.1. La recherche de synergies	72
4.1.2. Peut-on penser à des motivations non économiques ?	76
4.1.2.1. La situation de la cible comme motivation	76
4.1.2.2. Les motivations disciplinaires	76
4.1.2.3. Les motivations personnelles des managers	77
4.1.2.4. La confiance excessive des dirigeants	78
4.1.3. Causes et conséquences des motivations	80
4.1.3.1. Synthèse des motivations des fusions/acquisitions	80
4.1.3.2. Relation motivation, objectifs et vagues des fusions/acquisitions	83
4.2. Performances des fusions/acquisitions	84
4.2.1. Pourquoi ne dit-on pas tout simplement « le succès » ?	84
4.2.1.1. Le concept « performance »	84
4.2.1.2. Le concept « synergie »	86
4.2.1.3. Le concept « création de valeur »	87
4.2.2. Performances des fusions/acquisitions	89
4.2.2.1. Performances positives	89
4.2.2.2. Performances négatives	91
4.2.3. Causes d'échec des fusions/acquisitions	93
4.2.3.1. Causes liées à la période de préparation	93
4.2.3.2. Causes liées à la période d'intégration	94
4.2.3.3. Autres causes	95

Partie 3. Création de valeur et ses méthodes de mesure	97
Chapitre 5. Synergies des fusions/acquisitions	99
5.1. Réalisation de synergies ou simple transfert de richesse	100
5.1.1. Synergies financières	100
5.1.2. Synergies stratogiques	101
5.1.3. Théorie de transfert de richesse	102
5.2. Sources de création de valeur dans les fusions/acquisitions	103
5.2.1. Sources de création de valeur stratogique	103
5.2.1.1. Croissance organique et chiffre d'affaires	103
5.2.1.2. Réduction des BFR et pouvoir de marché	104
5.2.2. Efficience opérationnelle et managériale	106
5.2.2.1. Synergies techniques	106
5.2.2.2. Synergies administratives	109
5.2.2.3. Restructuration des actifs	112
5.2.3. Sources de création de valeur financière	114
5.2.3.1. Augmentation de la capacité d'endettement	114
5.2.3.2. Réduction du risque financier et effet de taille	116
5.2.3.3. Optimisation fiscale	117
Chapitre 6. Méthodes de mesure de la création de valeur	121
6.1. Méthode boursière : méthode d'évenement	122
6.1.1. Efficience du marché et ´echantillon	122
6.1.1.1. Efficience du marché financier	122
6.1.1.2. ´Echantillon et date d'évenement	123
6.1.2. Estimation et calcul des rendements	123
6.1.2.1. Estimation de la rentabilité normale	123
6.1.2.2. Calcul des rendements anormaux cumulés	125
6.1.3. Test des résultats	126
6.1.3.1. Tests paramétriques	126
6.1.3.2. Tests non paramétriques	128
6.2. Méthodes statistiques et comptables	129
6.2.1. ´Etudes jusqu'à 1990	130
6.2.1.1. Silhan et Howard (1986)	130
6.2.1.2. Karen et Schmidt (1988)	130
6.2.1.3. Morck, Shleifer et Vishny (1990)	130
6.2.2. ´Etudes entre 1990 et 2000	131
6.2.2.1. Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991)	131
6.2.2.2. Datta, Pinches et Narayanan (1992)	131
6.2.2.3. Bessière (1999)	132

6.2.3. Études après 2000	132
6.2.3.1. Park (2003)	132
6.2.3.2. Yook (2004)	132
6.2.3.3. Camerlynck, Ooghe et De Langhe (2005)	133
6.2.4. Les méthodes dans les études de cas	133
6.2.4.1. Ruback (1982)	133
6.2.4.2. Bruner (1999)	134
6.2.4.3. Weston (2002)	134
6.2.4.4. André, Magnan et St-Onge (2008)	135
Partie 4. Le marché français : analyses et études de cas	137
Chapitre 7. Marchés français des fusions/acquisitions : leçons et enseignements	139
7.1. Sources de création de valeur dans le marché français	140
7.1.1. Variables et méthodes de calcul	140
7.1.1.1. Données comptables et durée de comparaison	140
7.1.1.2. Cash-flow comme variable à expliquer	141
7.1.1.3. Échantillon	141
7.1.1.4. Méthode de calcul	142
7.1.1.5. Variables explicatives de la création de valeur	143
7.1.2. Analyse des données	145
7.1.2.1. Analyse des secteurs d'activité	145
7.1.2.2. Analyse des données comptables	146
7.1.2.3. Analyse descriptive du groupe créateur de valeur	151
7.1.2.4. Analyse descriptive du groupe destructeur de valeur	152
7.1.3. Constats et déductions	153
7.1.3.1. Éléments influençant la valeur	153
7.1.3.2. Enseignements de l'étude	156
7.2. Stratégie de croissance des groupes : exemple Sanofi	157
7.2.1. Secteur pharmaceutique et utilité de la croissance externe	158
7.2.1.1. Le secteur pharmaceutique	158
7.2.1.2. Stratégies de développement des groupes Sanofi et Aventis	159
7.2.2. L'OPA de Sanofi, une stratégie offensive	163
7.2.2.1. Stratégie de préparation de l'OPA	163
7.2.2.2. Actions de défense d'Aventis	164
7.2.2.3. Enfin, la réussite de l'OPA	166
7.2.3. Politique d'intégration et de réorganisation	167

7.2.3.1. Création de plusieurs comités de direction	167
7.2.3.2. Intégration des systèmes d'information et réorganisation du groupe	168
7.2.4. Constats et déductions	169
Chapitre 8. Création de valeur lors de la fusion Sanofi-Aventis	171
8.1. La création de valeur boursière est-elle au rendez-vous ?	172
8.1.1. Méthodologie et données	172
8.1.1.1. Mesure par la méthode d'événement	172
8.1.1.2. Périodes d'événement	172
8.1.1.3. Variables de calcul	175
8.1.2. Résultats et commentaires	176
8.1.2.1. Analyse descriptive	176
8.1.2.2. La période entourant la date d'événement	177
8.1.3. Toute la période de l'OPA	181
8.2. Valeur comptable et financière : étude en profondeur	185
8.2.1. Méthodologie et données	185
8.2.1.1. Mesure par la méthode de pairage	185
8.2.1.2. Les variables de mesures	189
8.2.2. Résultats et commentaires	190
8.2.2.1. Comparaison de la variation des deux périodes	190
8.2.2.2. Comparaison de Sanofi-Aventis avec ses concurrents	195
8.2.3. Discussion et constats	200
Conclusion	205
Annexes	207
Bibliographie	223
Index	263

Introduction

Les fusions/acquisitions représentent une importance capitale dans la politique de développement de l'entreprise. Elles permettent la réalisation de synergie opérationnelle et financière, une meilleure utilisation des actifs et du potentiel fiscal, la maîtrise des chocs industriels, un accroissement rapide de la taille, un accès aux connaissances et aux compétences stratégiques, une valorisation boursière supérieure, une augmentation de la part de marchés et la suppression des barrières à l'entrée en réduisant la pression concurrentielle. Leur objectif principal est la création de valeur qui dépend souvent de la nouvelle méthode de pilotage des différentes étapes d'intégration et de gestion de la nouvelle entité.

Le rapprochement entre deux sociétés est donc censé favoriser l'acquisition d'un nouveau pouvoir et l'appropriation de nouveaux actifs corporels et incorporels (hommes et machines). Par conséquent, depuis plusieurs décennies, nous assistons, au niveau mondial, à des fusions dans tous les secteurs faisant émerger des géants mondiaux. Ainsi, ces dernières années, les fusions/acquisitions dans le monde ont atteint des sommes phénoménales, 2 069 milliards d'euros en 2010 et 3 177 milliards d'euros en 2016.

Comment expliquer cette recrudescence des opérations de rapprochement ? Les crises financières, la mondialisation accélérée des économies, les déréglementations financières et les innovations technologiques permanentes presupposent d'importants besoins de restructuration des industries dans un contexte où les entreprises tendent à perdre de leur pouvoir concurrentiel. C'est ainsi que la plupart des fusions/acquisitions en cours sont de type horizontal.

Évidemment, les études de ces opérations ont suivi la même évolution. Nous pourrions en recenser plusieurs milliers. Elles se sont intéressées, par exemple, à la création de valeur lors des fusions/acquisitions, à leurs motivations, aux facteurs influençant leur performance, aux personnes impliquées dans ces opérations, à leurs

méthodes de calcul et à leurs sources de création de valeur. Il est difficile de recenser tous les apports dans ce domaine. Leurs résultats sont contradictoires du fait des conceptions utilisées et des problématiques traitées. Parfois, nous en déduisons une création de valeur et qu'elles soient bénéfiques à la croissance de la firme, d'autres fois, nous en concluons qu'elles détruisent la valeur et qu'elles se résument à des échecs.

À l'entreprise de piloter ces différends. Donc, adopter telle ou telle stratégie de croissance externe constitue une problématique essentielle de la décision d'investissement. À ce titre, la stratégie financière de l'entreprise peut s'orienter vers une politique de développement interne et/ou externe. Ce choix est de première importance, car il définit les grandes orientations stratégiques de la firme et détermine la vitesse de son évolution. Souvent, c'est le chemin de départ pris par la société qui explique ce choix, et rarement au cours de sa vie qu'elle opte en même temps pour plusieurs options de croissance externe.

En adoptant, alors une croissance externe rapide, l'entreprise a le choix entre trois options. Tout d'abord, les fusions/acquisitions horizontales qui sont des rapprochements entre deux entreprises concurrentes desservant le même marché ou vendant des produits similaires. C'est le type de croissance externe le plus courant. Ensuite, les fusions/acquisitions verticales qui impliquent le rapprochement entre une entreprise et son client ou son fournisseur intervenant à différents stades de production. Enfin, les fusions/acquisitions conglomérales qui se réalisent entre deux entreprises ne possédant aucun lien de production ou de marché entre elles.

PARTIE 1

Taxonomie des fusions/acquisitions et évolution de la pensée managériale

Chapitre 1

Évolution stratégique des fusions/acquisitions

Les fusions/acquisitions obéissent-elles à une réglementation juridique ? Quelle forme prennent-elles dans telle ou telle opération ? Que représentent-elles et quel rôle jouent-elles dans l'évolution managériale ? Et surtout quelles conséquences engendrent ce genre d'opérations ? Le but de ce chapitre est de tenter d'apporter des réponses à ces questions.

En effet, la croissance externe de l'entreprise s'inscrit dans une logique de continuité d'exploitation afin de suivre l'évolution de l'environnement et d'assurer sa survie. Cette croissance externe résulte de fusion ou d'absorption d'entreprises et peut être préparée par une prise de contrôle en changeant les caractéristiques de l'entreprise qui opère le rachat dans le but de conférer à la nouvelle entité une dimension supérieure à la taille des deux entreprises en question.

La croissance externe horizontale n'a pris de l'ampleur qu'à partir de ces deux dernières décennies. Par contre, les modes congloméral et vertical représentaient la stratégie dominante des autres décennies. Cette alternance justifie la logique évolution de la pensée managériale. Peut-être, les prochaines décennies seront-elles consacrées à l'expansion verticale, ou bien marquées par le retour de la stratégie conglomérale ?

En suivant la même évolution, la recherche scientifique sur les tenants et aboutissants des fusions/acquisitions d'entreprises a été prolifique en incitant ces opérations à s'adapter à l'évolution de l'environnement en développant plusieurs modes de regroupement.

1.1. Typologies des fusions/acquisitions

Alfred Chandler (1962) est le premier auteur qui a parlé de diversifications, suivi par Wrigley (1970) et Rumelt (1974) qui ont développé ce terme en diversification reliée et non reliée. Ces derniers ont été à l'origine de plusieurs travaux expliquant le phénomène de fusions/acquisitions. Cependant, définir *related and unrelated transactions* relève d'une extrême difficulté. Ce problème a été posé pour plusieurs auteurs comparant les performances des diversifications et pour les autorités de la concurrence étudiant les risques de monopole et de concentration des secteurs.

1.1.1. Fusions/acquisitions horizontales

1.1.1.1. Définition des fusions/acquisitions horizontales

Rumelt (1974) est le premier chercheur qui a tenté de donner une définition à la diversification reliée en étant le point de départ de nombreuses études. Il a essayé de relier les comportements stratégiques, surtout ceux associés à la stratégie de croissance, avec la performance de l'entreprise. Il a mené une étude quantitative en faisant apparaître quatre stratégies de croissance. La première est le développement d'une seule affaire ; la seconde est la diversification avec maintien d'une affaire dominante ; la troisième est la diversification liée au domaine d'origine ; la quatrième est la diversification non reliée. Il considère qu'une acquisition ne peut être reliée que si elle respecte au moins un des quatre critères suivants :

- l'acquéreur et la cible servent le même marché ;
- l'acquéreur et la cible utilisent des canaux de distribution similaires ;
- l'acquéreur et la cible ont des technologies de production similaires ;
- l'acquéreur et la cible exploitent des activités similaires en recherche et développement.

Allant dans le même sens, Salter et Weinhold (1979) parlent de la facilité de « transférabilité » des activités entre acquéreur et acquis. Ils pensent qu'une transaction peut être reliée si au moins une des fonctions suivantes, recherche et développement, production, marketing et distribution, est facilement transférable entre l'acquéreur et la cible. Selon Paturel (1978, p. 204), les fusions/acquisitions horizontales peuvent être définies comme « une croissance qui se manifeste par un renforcement de la fonction de production existante au sein de l'entreprise obtenue par [...] acquisition d'ensemble à fonction de production similaire ».

D'après Seth (1990), la croissance externe horizontale reste la première possibilité de la diversification reliée en faisant référence aux acquisitions du même produit et/ou

même marché. Thiétart (1993, p. 162) et Batsch (1993, p. 116) citent dans leur livre la croissance externe horizontale en parlant plutôt de la spécialisation ou de la concentration ou bien encore de la croissance centrée. Ces auteurs mentionnent les concepts d'activité dominante, l'unité industrielle et la niche qui sera facilement dominée. Ils soulèvent ainsi les termes produit et marché.

Par conséquent, afin de bien préciser la définition des fusions/acquisitions horizontales, nous mettrons en lumière les principaux composants du terme horizontal qui sont « produit-marché ». Dans leur livre *Le contrôle français des concentrations*, Cot et La Laurencie (1997, p. 172) expriment que « pour définir un marché de produits ou de services, les autorités de la concurrence s'attachent à relever l'ensemble des critères qui permettent de caractériser l'interchangeabilité des produits qui le composent. La délimitation d'un marché est réalisée au moyen d'un faisceau de critères parmi lesquels il est parfois difficile d'établir une hiérarchie ». Donc, la définition d'un marché de produits dépend plutôt de la définition des produits qui le compose.

Ainsi, quand les ressources principales qui entrent dans la fabrication d'un produit peuvent entrer rapidement dans la fabrication d'un autre, nous pouvons affirmer qu'ils sont très similaires. Cette similarité peut influencer la demande quand le prix d'un produit change. Par exemple, si le prix d'un produit augmente, nous pouvons constater un transfert de la demande vers un produit qui lui est similaire. Dans ce cas, nous pouvons parler d'une forte substituabilité. La définition donc d'un produit dépend de la notion d'usage de ce produit qui constitue son critère essentiel parce qu'elle est fortement liée au service que celui-ci procure pour répondre aux attentes des consommateurs.

Au final, une opération de fusion ou d'acquisition horizontale est une acquisition totale ou partielle, amicale ou hostile, d'une entreprise produisant un bien immédiatement, se déroulant entre deux entreprises ayant des activités dominantes identiques ou très proches et servant le même marché ou vendant des produits similaires. Le marché de la cible peut être dans la même zone géographique que l'acquéreur ou bien dans des zones différentes. Donc, une opération de rapprochement avec une société qui opère sur un territoire autre que celui de l'acquéreur, mais commercialise le même produit, entre dans le cadre d'une expansion horizontale.

1.1.1.2. *Définition de la concentration par les autorités de la concurrence*

La définition des fusions/acquisitions horizontales proposée par la Commission européenne se compose de deux termes¹ : une détermination des marchés géographiques

1. Règlement (CE) n° 139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations entre entreprises.

et des marchés de produits, et une évaluation de la fusion ou l'acquisition sous l'aspect de la concurrence. L'appréciation des marchés vise pour l'essentiel à recenser, de façon systématique, les pressions concurrentielles qui pèsent immédiatement sur l'entité résultant de la concentration. Concernant l'évaluation de la fusion ou l'acquisition sous son aspect concurrentiel, elle expose les opérations qui augmentent le pouvoir des firmes sur le marché dans la mesure où ces opérations peuvent engendrer des effets négatifs sur les consommateurs, comme : la baisse de la qualité des produits, des prix plus élevés, des choix limités.

Au fait, pour évaluer l'impact d'une opération de concentration sur un marché, les autorités de la concurrence analysent ses effets anticoncurrentiels potentiels et les facteurs de nature à contrer de tels effets, par exemple la puissance d'achat, l'importance des barrières à l'entrée et les gains d'efficacité potentiels invoqués par les parties. Par conséquent, la Commission européenne détermine si l'opération de concentration est de nature à entraver de manière significative la concurrence effective en créant ou en renforçant une position dominante.

Dès lors, la Commission utilise l'indice de Herfindahl-Hirschmann (IHH) pour mesurer le degré de concentration en calculant la somme des carrés des parts de marché de chacune des firmes possédant une place dans ce marché. Cet indice attribue un poids relativement plus intéressant aux parts de marché des grandes entreprises. Même s'il est préférable d'inclure toutes les entreprises dans ce calcul, l'absence d'informations sur les très petites entreprises n'est pas nécessairement déterminante, étant donné que ces entreprises n'ont qu'une faible incidence sur l'IHH. Il est utilisé en valeur absolue et en variation avant et après l'opération de concentration, il s'écrit comme suit :

$$H = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

où :

- s_i est la part de marché de la firme i ;
- n est le nombre de firmes.

La valeur absolue de l'IHH permet d'avoir une première idée de la pression concurrentielle qui sera exercée sur le marché en cas de concentration du secteur. Cependant, la variation de l'IHH (le delta) permet de donner une indication du changement du degré de concentration qui pourrait résulter directement de la fusion ou l'acquisition. L'indice IHH est défini habituellement selon trois fourchettes :

- IHH inférieur à 1 000 : secteur peu concentré et présentant peu de risques ;

- IHH entre 1 000 et 2 000 (avec un delta inférieur à 150) : zone intermédiaire pouvant présenter des risques en présence de certains facteurs ;
- IHH supérieur à 2 000 (avec un delta supérieur à 150) : zone de risques importants.

Selon la formule définie ci-dessus, l'IHH varie entre $1/n$ et 1. De manière équivalente, cet indice peut valoir jusqu'à 10 000, si les pourcentages sont utilisés comme des entiers naturels, comme 50 à la place de 0,50. La valeur maximale est alors $100^2 = 10 000$. Aux États-Unis, une transaction qui augmente de plus de 100 points l'indice IHH d'un secteur est soumise aux lois antitrusts.

Il existe également un indice IHH normalisé qui varie entre 0 et 1. Sa formule est :

$$H = \frac{H - \frac{1}{n}}{1 - \frac{1}{n}}$$

où n est le nombre d'entreprises sur le marché, et H l'indice IHH.

Sur un même marché, les produits peuvent être différenciés de façon à constater si certains produits sont des substituts plus proches que d'autres. Plus le degré de substituabilité entre les produits des parties à une opération de concentration est élevé, plus il est probable que celles-ci augmenteront significativement leurs prix. À titre d'exemple, une opération de concentration entre deux producteurs offrant des produits considérés par un grand nombre de clients comme leur premier et leur second choix pourrait induire des augmentations de prix.

L'incitation des parties à la concentration à augmenter les prix a plus de chances d'être limitée lorsque leurs concurrents produisent des substituts proches de leurs produits que s'ils proposent des substituts moins proches. Il y a donc moins de risques qu'une opération de concentration entrave de manière significative la concurrence effective, notamment par la création ou le renforcement d'une position dominante, s'il existe un degré de substituabilité élevé entre les produits des parties à la concentration et ceux de producteurs rivaux. Lorsque ces données sont disponibles, le degré de substituabilité peut être calculé sur la base des études menées sur les préférences de la clientèle, de l'analyse de la structure d'achat et de l'estimation des élasticités des prix croisés des produits concernés.

1.1.1.3. *La performance des fusions/acquisitions horizontales*

Après les éloges des fusions/acquisitions conglomérales des années 1970, les fusions/acquisitions horizontales sont les plus fréquentes, car elles transforment les coûts dus à la

concurrence en profit de collaboration. Donc, le fait que les fusions/acquisitions se réalisent entre des entreprises ayant des activités similaires permet d'exploiter plus facilement les synergies entre leurs activités connexes. À ce titre, nous pouvons déterminer deux types de synergies dans les fusions/acquisitions horizontales, à savoir, les synergies de revenus et les synergies de coûts. Les premières sont celles réalisées par le biais de l'augmentation des ventes grâce à l'amélioration de la qualité *via* le transfert de compétences ou à l'accroissement des quantités vendues *via* une couverture plus large du marché. Les deuxièmes sont celles réalisées par le biais de réductions des coûts grâce à la restructuration des actifs et des charges opérationnelles ainsi que par les économies d'échelle et d'envergure.

À cet effet, Capron (1999) identifie deux écoles de pensées : l'école des économistes néoclassiques et des experts en stratégie qui soutiennent l'idée selon laquelle les fusions/acquisitions horizontales améliorent la position concurrentielle de l'entreprise par le transfert de compétences spécifiques ou par le développement de synergie comme la rationalisation des actifs, et l'école du « grand courant de pensée » qui les considère comme un moyen pour les entreprises de renforcer leur position sur le marché et d'augmenter la rentabilité au détriment des consommateurs.

Suivant ce développement, et du fait qu'une opération horizontale peut se réaliser entre deux entreprises ayant des activités similaires ou des activités complémentaires, Harisson *et al.* (1991) ont étudié les synergies post-acquisitions dues aux ressources similaires et aux ressources complémentaires. Ils en ont déduit que l'allocation des ressources complémentaires est plus performante que l'allocation de ressources similaires. Mais la présence de ressources similaires peut aussi inciter les entreprises à fusionner (Montgomery et Hariharan, 1987) en leur procurant des synergies financières grâce à des stratégies similaires et des performances élevées (Harisson *et al.*, 1991).

À ce titre, tous les chercheurs sont d'accord quant au fait que les fusions/acquisitions horizontales permettent la réalisation d'économies d'échelle et d'envergure et qu'elles créent plus de valeur que les autres stratégies de croissance externe (Harrison *et al.*, 1991). En étudiant la performance des opérations horizontales et en réalisant une enquête sur 253 firmes européennes et américaines, Capron *et al.* (2001) présentent cinq leçons en matière d'amélioration de la performance :

- les managers auraient intérêt à tirer davantage parti des transferts de compétences et de l'exploitation des synergies en matière de développement des revenus ;
- la rationalisation des actifs par le biais d'une acquisition n'engendre pas automatiquement des réductions de coûts. Les faits montrent que l'acquéreur est plus efficace s'il cède ses propres actifs plutôt que ceux de la cible ;

- une rationalisation excessive des actifs de la cible risque de nuire aux capacités de développement de la société née de la fusion en termes d'innovation et de marché. Si la société rachetée supporte tout le poids des mesures de rationalisation, cette approche peut détruire certaines de ses compétences existantes ou l'empêcher d'en développer d'autres, faute d'avoir une marge de manœuvre suffisante sur le plan organisationnel pour innover et explorer de nouveaux marchés ;
- il est possible de réduire les coûts par un transfert de compétences, particulièrement quand celui-ci s'opère en direction de la cible ;
- le transfert de compétences vers la cible – et inversement – renforce les capacités de développement de la société née de la fusion en matière d'innovation et de marché. De cette façon, une acquisition peut être un moyen efficace de capitaliser sur les compétences.

Ramaswamy (1997) a effectué une étude sur le secteur bancaire aux États-Unis en concluant que les fusions entre banques ayant des stratégies similaires sont plus performantes que les fusions entre banques n'ayant pas de stratégies similaires. Dans un autre contexte, d'après une étude portant sur un échantillon de 260 opérations de fusion dans tous les secteurs, Maquieira *et al.* (1998) ont constaté que la création de valeur n'est significative que pour les fusions/acquisitions horizontales entre sociétés opérant sur le même marché. Enfin, il faut rappeler que plusieurs fusions/acquisitions hasardeuses engendrent parfois une destruction de la valeur amenant l'entreprise à se désinvestir pour se spécialiser et se concentrer sur ses produits de niches.

1.1.2. *Fusions/acquisitions verticales*

1.1.2.1. *Définition des fusions/acquisitions verticales*

La stratégie d'acquisition verticale est une politique adoptée par les entreprises désireuses de maîtriser toute leur chaîne économique. Elle se réalise entre une société et son fournisseur ou bien son client. C'est une croissance intervenant dans les différents stades de la production d'un bien, ou résultante de l'adjonction d'activités complémentaires aux activités de l'entreprise. Donc, l'intégration verticale est la croissance des fonctions de production déjà existantes dans d'autres fonctions de production complémentaires. La firme peut remonter d'un cran dans la filière en réalisant ce que ses fournisseurs lui livraient, ou descendre d'un niveau au sein de la même filière en dominant ce que ses clients lui achetaient. Cette stratégie est l'une des voies les plus raisonnables pour les firmes spécialisées qui souhaitent améliorer leur situation et les firmes qui se heurtent aux lois antitrusts. Elle est aussi selon Seth (1990) la deuxième option d'une diversification reliée.

L'acquisition d'un fournisseur est une intégration en amont. Elle permet un meilleur contrôle de la chaîne d'approvisionnement en s'assurant de l'efficacité de son délai et de

sa qualité. Par contre, l'acquisition d'un client demeure une intégration en aval. Elle permet de garantir que la distribution des produits sera faite conformément aux exigences de l'entreprise. À ce titre, nous pouvons évoquer l'intégration verticale complète qui met l'entreprise au centre de la nouvelle organisation. Cette dernière maîtrisera complètement la chaîne de production. Ces deux types d'intégration confèrent à l'entreprise de la valeur ajoutée à chaque stade de fabrication. Elle permet aussi une meilleure affectation de toutes les charges fixes sur l'ensemble de la chaîne où l'entreprise peut récupérer à son profit la marge des activités intégrées et ainsi se rapprocher du consommateur final.

1.1.2.2. Avantages et inconvénients des fusions/acquisitions verticales

Grâce à l'intégration verticale, l'entreprise supprime sa dépendance à son fournisseur ou à son client. Le rapprochement des deux stades de production permet entre autres :

- une réduction des coûts de stockage ;
- une diminution des charges de transport ;
- une réalisation d'éventuelles économies d'échelle ;
- une organisation verticale de la division de travail.

Cependant, cette option stratégique demeure toutefois dangereuse, très délicate à réaliser et peu envisageable pour les entreprises. Elle crée une dépendance étroite à une matière première ou à un produit important et tend à réduire la spécialisation de l'entreprise et à ce titre lui faire perdre les avantages qui lui sont liés. En s'aventurant dans des domaines qui lui sont méconnus, la réalisation de ces avantages peut coûter très cher à la firme, parce qu'une intégration verticale est coûteuse en matière de gestion d'une nouvelle entité étrangère, et très risquée en pénétrant de nouveaux marchés et en créant une forte dépendance à un seul produit.

Pour illustrer ces propos, nous citons un exemple très marquant qui traite le début et la fin d'un empire. La stratégie verticale de son développement externe lui aurait été fatale. Au début du siècle précédent, le Post Journal aux États-Unis était devenu le principal journal américain en quelques années grâce aux conditions économiques favorables de l'époque. Il réalisait des tirages de plusieurs millions d'exemplaires qui lui engendraient des bénéfices très importants. Ensuite, il s'est consacré à la mise en œuvre d'une stratégie d'intégration complète afin de maîtriser toute la chaîne économique en commençant par l'exploitation de forêts, puis la fabrication de papier et son impression, et enfin la distribution. Aucun stade de la chaîne n'a été oublié et resté externalisé. De très bons résultats ont été réalisés grâce aux avantages de cette intégration complète. Au bout de quelque temps, les lecteurs n'étaient plus d'accord avec les messages et les idées du journal. De surcroît, la

concurrence s'est accrue et les ventes ont chuté. Par conséquent, l'ensemble de la chaîne a été touché et l'empire s'est écroulé après quelques années (Thiévert, 1993).

1.1.3. *Fusions/acquisitions conglomérales*

1.1.3.1. *Définition des fusions/acquisitions conglomérales*

Ce genre de développement, appelé également *unrelated diversification* contient toutes les autres politiques de croissance externe qui ne trouvent pas leur place dans les fusions/acquisitions horizontales ou verticales. C'est une stratégie qui peut être adoptée par des firmes ayant des produits arrivant à maturité. Elle peut parfois être mise en œuvre aussi par des entreprises ayant déjà réalisé une certaine croissance horizontale ou même verticale.

Les fusions/acquisitions conglomérales concernent les firmes dont les produits n'ont aucun lien de complémentarité ou de similarité. Ceci signifie que les entreprises impliquées dans ce genre de rapprochement ne possèdent en commun ni mission, ni activité, ni marché. Elles ne sont pas concurrentes. Dans la croissance externe conglomérale, on fait alors référence à la différenciation technique, technologique et de marché. On parle de la diversification totale (autre produit) caractérisée par une absence de tout point commun entre l'acquéreur et la cible. Là, nous sommes en présence de conglomérats.

La diversification conglomérale correspond à ce que la littérature appelle « diversification non reliée ». C'est-à-dire l'absence de similarité entre les quatre éléments recensés par Rumelt (1974) que nous avons précédemment évoqués, à savoir : le marché, les techniques de production, les réseaux de distribution et les activités de recherche et développement.

1.1.3.2. *Avantages et inconvénients des fusions/acquisitions conglomérales*

Williamson (1970), Teece (1980) et Hoskisson (1987) montrent que la diversification fait gagner de la valeur, car une société diversifiée est moins risquée et moins coûteuse en gestion que l'entreprise spécialisée. L'entreprise y trouve ainsi un moyen de pallier les imperfections du marché externe. Selon Paturel (1978), la croissance conglomérale regroupe sept aspects positifs :

- c'est une stratégie nécessaire à la survie de la firme, car elle réduit la dépendance à un seul produit ;
- c'est une stratégie qui permet d'atteindre les objectifs de croissance et de profit de l'entreprise lorsque les activités traditionnelles ne le permettent pas ;

- c'est une stratégie qui permet de faire face à une demande particulière ; par exemple les entreprises ayant une activité saisonnière ont intérêt à se diversifier pour inverser les périodes de production et de vente ;
- c'est une stratégie d'exploitation des ressources financières excédentaires ;
- c'est une stratégie de diversification des risques ; par exemple, la défaillance d'une clientèle déterminée ou l'apparition de nouveaux concurrents ;
- c'est une stratégie qui facilite l'exploitation de la base technologique de l'entreprise par création de différents produits ;
- c'est une stratégie qui est rarement concernée par les lois antitrusts.

Concernant les limites de cette politique, nous pouvons évoquer le manque de cohérence entre les différentes activités stratégiques de l'entreprise qui peut entraîner un conflit d'intérêts entre les unités opérationnelles. Ces dernières peuvent également devenir difficilement maîtrisables par des dirigeants ne disposant pas des compétences nécessaires dans tous les domaines du conglomérat. Nous pouvons ajouter aussi les problèmes d'organisation, la forte consommation des moyens de gestion, le fait de s'aventurer dans de nouvelles activités, etc. Enfin, comme nous le verrons ultérieurement, plusieurs auteurs traitent de ce point en prônant un retour à la restructuration et la concentration sur les métiers de base.

1.2. L'histoire des études sur la diversification

Bien que le nombre de fusions et acquisitions traitées dans le monde soit important et justifié par l'espoir d'une augmentation de la valeur après l'union (Child *et al.*, 2001 ; Jordão *et al.*, 2014), par un levier de croissance rapide des marchés concurrentiels (Bruelleret *et al.*, 2016 ; Freire *et al.*, 2014) et par l'obtention des synergies (Brueller *et al.*, 2016), le taux de défaillance de ces transactions après achèvement est élevé (Barros *et al.*, 2003 ; Child *et al.*, 2001). Ce bouleversement qui est dû aux diversifications participe aussi dans l'épanouissement de la pensée managériale afin d'accompagner ces changements et mutations en évoluant vers un état plus complexe, mais plus clair. Dans ce sens, la définition de la « relationalité » entre les activités au sein de la même firme a constitué le point de départ de plusieurs études traitant des diversifications reliées et non reliées. Ces études ont été la base de conception de la nomenclature boursière et de sa classification actuelle. Cependant, déceler les composantes de chaque activité au sein d'entreprises différentes n'est pas toujours évident.

1.2.1. Les apports avant les années 1980

1.2.1.1. L'apport de Wrigley (1970)

La contribution de Wrigley constitue la première tentative de classification des stratégies de diversification. Il a mesuré l'impact de ces dernières sur la structure et la performance des entreprises en développant la notion de « spécialisation » et la notion de « proximité ».

La notion de spécialisation vise à rendre compte dans quelle mesure les activités de l'entreprise sont spécialisées au sein d'un même domaine d'activité ou, au contraire, opèrent dans une diversité de secteurs. Cette mesure de spécialisation est estimée par la contribution de l'activité principale au chiffre d'affaires total de l'entreprise. Si ce ratio est supérieur à 95 % ($R > 95\%$), l'entreprise est considérée « monoproduit », s'il est entre 70 % et 95 % ($70\% < R < 95\%$), elle est considérée à activité dominante, et s'il est inférieur à 70 % ($R < 70\%$), elle est considérée diversifiée.

La notion de proximité (*relatedness*) vise à classer les entreprises diversifiées qui ont un ratio de spécialisation inférieur à 70 % ($R < 70\%$) en appréhendant la nature du lien entre les différents segments stratégiques. Si les activités présentent entre elles des liens sur le plan de la production, du marketing ou de la technologie, Wrigley considère que ces entreprises mènent une stratégie de diversification liée.

1.2.1.2. L'apport de Rumelt (1974)

Le travail de Rumelt, dont la robustesse semble aujourd'hui reconnue, est devenu une référence dans les études en matière de stratégie de diversification. En s'inspirant des travaux de Wrigley (1970), la recherche de Rumelt comporte deux étapes essentielles : la première vise à construire un système de classification des stratégies de diversification ; la seconde consiste à évaluer les performances des entreprises diversifiées en fonction de la nature des stratégies mises en œuvre. Il élabore ainsi un système de classification plus sophistiqué en se basant sur les trois critères suivants :

- le critère de spécialisation de Wrigley (1970) permettant de distinguer les firmes spécialisées des firmes diversifiées ;
- le critère de *related ratio* montre la proportion des revenus que l'entreprise retire du plus important groupe d'activités. Ces dernières sont reliées, si elles ont en commun la fonction technologique, commerciale ou industrielle ;
- le critère de ratio d'intégration verticale qui exprime la part des revenus issus de la vente des produits fabriqués dans le cadre des activités situées en amont ou en aval de l'activité principale.

Rumelt affine la notion de *relatedness* en distinguant les stratégies de diversifications liées des non liées en fonction de quatre paramètres : les techniques de production utilisées, les marchés desservis, les réseaux de distribution et les technologies de recherche et développement. Il estime que les activités sont liées entre elles, si elles présentent des similarités sur au moins un de ces quatre paramètres.

Pour déterminer la nature des liens entre les activités, il identifie les différents segments stratégiques de l'entreprise. Dans un premier temps, Rumelt vérifie si les activités identifiées sont mutuellement indépendantes en contrôlant la mise en place d'une des trois mesures suivantes : la réduction ou l'augmentation de la production, l'introduction d'un nouveau processus de production et l'altération des prix ou de la qualité des produits au sein d'une activité n'ayant pas de conséquences sur l'offre des autres activités. Dans un second temps, Rumelt propose d'analyser la complémentarité des activités en prenant en compte la nature des ressources et des compétences internes qu'il classe en deux catégories : la première intitulée *related constrained* fait référence aux compétences génériques de la nouvelle activité qui ont un lien direct ; la deuxième intitulée *related linked* fait référence aux compétences génériques qui ont un lien indirect, c'est-à-dire qui ne concerne que des ressources dérivées de l'application des compétences génériques de l'entreprise et non pas des compétences elles-mêmes.

Enfin, au sein de la catégorie relative à la diversification non liée, Rumelt établit, sur la base des critères développés par Lynch (1971), une distinction entre les entreprises conglomérales qualifiées « d'actives » et celles qualifiées de « passives ». Les conglomérats actifs sont des entreprises qui se sont développées rapidement grâce à un programme soutenu d'acquisitions non liées et une politique agressive de financement. Par contre, les conglomérats passifs, après avoir été actifs, ont cessé ou ralenti leur politique d'acquisition.

Par ailleurs, Rumelt a constaté que les firmes intégrées verticalement appartenaient à la catégorie des entreprises dotées d'une activité principale dominante. Le tableau 1.1 résume son apport.

Rumelt souligne que les différences de performance s'expliquent plus par la façon dont l'entreprise gère sa diversification que par l'adoption de telle ou telle stratégie de diversification. Son apport est intéressant dans la mesure où il élabore une méthodologie basée sur l'esprit d'une démarche d'analyse stratégique reposant sur la notion de métier et définie comme l'ensemble des compétences internes déployées par rapport à une certaine vision des facteurs-clés de succès de l'industrie. Il donne des définitions aux différents types de diversifications en se basant sur des données internes et non pas sur des données sectorielles. Son apport essentiel réside dans la mise en évidence d'un lien entre la performance et le type de diversification adopté.

Ratio de spécialisation	Catégories principales	Sous-catégories
R > 95 %	Monoproduit	
70 % > R > 95 %	Activité dominante	Nature des autres activités : – lien direct avec les compétences-clés de l'entreprise ; – lien indirect avec les compétences-clés de l'entreprise ; – pas de lien avec l'activité principale ; – intégrées verticalement
R < 70 %	1. Diversification liée : plus de 70 % des activités hors du métier d'origine sont liées entre elles 2. Diversification non liée : moins de 70 % des activités hors du métier d'origine ne sont pas liées entre elles	Relation entre les activités : – lien direct avec les compétences-clés de l'entreprise ; – lien indirect avec les compétences-clés de l'entreprise – Conglomérats actifs : effets de levier financier important et programme d'acquisition agressif – Conglomérats passifs

Tableau 1.1. Système de classification des stratégies de diversification selon Rumelt (1974)

1.2.1.3. L'apport de Salter et Weinhold (1979)

L'étude de Salter et Weinhold vise à définir le lien qui existe entre les activités de la cible et celles de l'acquéreur en mettant en avant les ressources internes des deux entités. Ainsi, ils développent la notion de *strategic fit* qui correspond à la capacité des entreprises fusionnées à profiter d'une complémentarité de leurs ressources. Pour ce faire, ils mettent en avant trois éléments :

- la capacité de l'acquéreur ou de la cible de redéployer ses ressources excédentaires afin de développer les activités de l'autre partenaire ;
- la potentialité de l'acquéreur d'utiliser les ressources de la cible afin de développer ses propres activités ;
- la possibilité pour les deux entités de partager leurs ressources afin de créer de nouvelles compétences qu'elles n'auraient pu développer de façon autonome.

Suite à cette recherche, ces deux auteurs distinguent deux catégories de compétences. D'abord, les compétences générales qui sont liées au management général de l'entreprise. Ensuite, les compétences fonctionnelles qui sont liées aux fonctions de recherche et développement, de marketing ou de production. Ils définissent à partir de cette typologie deux types de diversifications :

– la diversification liée : c'est l'entrée dans une nouvelle activité dont l'exploitation requiert des compétences fonctionnelles similaires à celles détenues par l'acquéreur. Au sein de cette catégorie, les auteurs distinguent les entreprises acquises dans des activités dont la gestion nécessite la mise en œuvre de compétences complémentaires par l'acquéreur, et les entreprises acquises dans des secteurs où les compétences requises sont déjà détenues par ce dernier ;

– la diversification non liée : elle permet d'envisager le transfert de compétences managériales générales et le redéploiement de ressources financières excédentaires.

Afin de mettre en relation le bénéfice retiré et le type de diversification adopté par la société, ces auteurs ont établi un ensemble de critères que nous présentons dans le tableau 1.2 :

	Diversification liée	Diversification non liée
Analyse en termes produit/marché	Diversification dans des activités offrant une similarité sur le plan : <ul style="list-style-type: none"> – marketing/distribution ; – technologie de production ; – recherche et développement 	Diversification dans de nouvelles activités dont les facteurs-clés de succès n'ont aucun lien avec ceux des activités de l'acquéreur
Transfert de ressources envisageables	<ul style="list-style-type: none"> – Transfert d'expertise opérationnelle ou fonctionnelle – Redéploiement de ressources excédentaires sur le plan : <ul style="list-style-type: none"> - des systèmes de distribution ; - des capacités de production ; - des compétences en recherche et développement 	<ul style="list-style-type: none"> – Transfert de compétences managériales générales – Redéploiement de ressources financières excédentaires
Nature des gains potentiels	Augmentation de l'efficience interne grâce à l'exploitation de synergies opérationnelles et d'économies d'échelle et aux divers avantages procurés par la grande taille (plus forte stabilité des revenus)	Gestion plus efficiente des flux financiers par une meilleure allocation des ressources financières, réduction du coût du capital et possibilité de soutien financier entre les activités
Facilité à mettre en pratique des synergies	Difficulté liée à des problèmes organisationnels lors du processus de consolidation des deux entreprises	Facilités d'opérer et exploiter des synergies financières

Tableau 1.2. Bénéfices attendus de la diversification selon Salter et Weinhold (1979)

Sur le plan méthodologique, ces chercheurs estiment qu'il est pertinent d'étudier l'efficacité des stratégies de diversification *via* les opérations de croissance externe et non les opérations de croissance interne. Ils justifient ce choix par le fait que la croissance externe facilite l'analyse de l'impact des stratégies de diversification sur la valeur économique de l'entreprise. Ils estiment que cette croissance induit un effet immédiat sur la combinaison des ressources des entreprises fusionnées, car le marché boursier anticipe les gains attendus de la nouvelle combinaison des ressources et réagit dès l'annonce de la fusion.

Si Salter et Weinhold ont su associer la notion de ressources de l'entreprise à celle de *relatedness* et ont analysé le lien entre la performance et la nature des ressources combinées lors d'une opération de fusion, il a fallu attendre la fin des années 1980 pour découvrir l'utilisation de tous ces rapports au sein d'une même recherche.

1.2.2. Les apports des années 1980

1.2.2.1. Les contributions au début des années 1980

Le phénomène des fusions/acquisitions est largement étudié ces dernières années par les académiciens et les praticiens afin d'analyser des problèmes comme la relation transaction/stratégie, les facteurs de succès, les problèmes d'évaluation et d'intégration post-transaction (Gomes *et al.*, 2013). Mais la notion de *relatedness* a commencé à être appréhendée à partir de la première moitié des années 1980, sur la base des critères externes tels que les nomenclatures sectorielles de type SIC (Standard Industrial Classification) ou proposées par la FTC (Federal Trade Commission). En se basant sur la nature de leurs activités, ces dernières classent les acquisitions en quatre catégories : horizontales, verticales, diversifications liées et diversifications conglomérales. Ce classement est établi selon des données externes en fonction des produits offerts par les entreprises sur le marché.

Des auteurs comme Elgers et Clark (1980), Wanley *et al.* (1983) ont étudié la création de valeur dans les fusions/acquisitions en liant leurs performances à leur degré de diversification. À cette fin, ils ont utilisé la base de données de la FTC qui distingue trois catégories : la première est la croissance non conglomérale (fusions horizontales et verticales), la deuxième la diversification reliée (extension de produit ou de marché) et la troisième la croissance conglomérale (diversification non reliée). D'autres chercheurs, comme Choi et Philippatos (1983) ont utilisé la même base de données en mettant en avant les fusions non conglomérales (horizontales et verticales) et les fusions conglomérales (fusions de diversification) et ont subdivisé cette dernière catégorie en deux sous-groupes : les entreprises ayant augmenté leur capacité d'endettement et les entreprises ayant gardé une capacité d'endettement stable.

En stratégie, Lubatkin (1984) est l'un des premiers chercheurs à s'être intéressé au lien entre le degré de *relatedness* et le gain procuré par la fusion. Pour étudier les rendements boursiers, il a constitué un échantillon de 1 031 opérations de fusions aux États-Unis pendant la période 1948-1975. Ensuite, il s'est basé sur les données de la FTC en distinguant quatre catégories de fusions : la diversification liée correspondant à l'extension de la ligne de produits, les fusions horizontales et la diversification géographique, les fusions conglomérales et les fusions verticales. En termes d'économie d'échelle, de pouvoir de marché et de synergie financière, il a étudié l'évaluation de chaque type de fusion et a constaté que les deux premières catégories de fusions sont plus créatrices de valeur que les deux dernières. Lubatkin remet en cause le lien entre le degré de *relatedness* et les performances d'une fusion. En effet, il pense qu'il est difficile d'anticiper les gains attendus d'une fusion en se basant uniquement sur la notion de *relatedness*. Il souligne également les inconvénients liés au classement de la FTC et du SIC qui ne prennent en considération que la notion de produit et non pas les données internes comme la nature des ressources et des compétences.

1.2.2.2. *Les contributions à la fin des années 1980*

Afin de rester fidèles à la définition de Rumelt (1974), Singh et Montgomery (1987) ont utilisé deux catégories ; les diversifications reliées et les diversifications conglomérales. Pour évaluer le degré de la « relationalité » d'une fusion, Singh et Montgomery ont vérifié si les entreprises impliquées dans la fusion présentaient une similarité au niveau de leurs réseaux de distribution, leurs produits, leurs technologies de production ou leurs compétences de recherche. Leur apport constitue un élément fondateur du fait qu'il intègre la contribution des recherches en finance (l'étude d'événement) dans les travaux réalisés en stratégie par leurs confrères en stratégie dans les années 1970. En fait, ils ont repris l'échantillon de Salter et Wienhold (1979) pour analyser 105 opérations de regroupement durant la période 1975-1979. Ils trouvent des résultats similaires à ceux déjà trouvés en ce qui concerne les gains des entreprises acquéreuses. Par contre, ils constatent que les gains des cibles réalisés dans les diversifications reliées sont nettement supérieurs à ceux réalisés dans les fusions conglomérales.

Nous aimerais terminer avec l'apport de Shelton (1988) qui présente un grand intérêt quant à sa recherche en développant une méthodologie conceptuellement originale (Brush, 1991). Il s'inscrit dans la même voie en reprenant les définitions développées par Salter et Weinhold de la dimension interne de la « relationalité » pour examiner, lors d'une fusion, le lien entre la nature des ressources combinées et leur performance. À ce titre, il décompose, d'abord, l'entreprise en segments stratégiques homogènes en tenant compte de la nature composite des regroupements d'entreprises. Les résultats obtenus, selon une grille développée à partir de la définition de Rumelt (1974), sont projetés sur une seconde grille que Shelton reprend à Salter et Weinhold (1979).

Puisque la première grille proposée en 1974 suppose quatre facteurs : type de clientèle, nature des produits, type de technologie et type de fonction rempli par le produit, Shelton estime que les activités sont reliées si elles présentent des similarités sur au moins trois de ces quatre paramètres. Puis, il considère les activités des entreprises concernées en définissant des segments stratégiques et non pas en sélectionnant les entreprises dans leur ensemble. La seconde grille reprend la définition de *relatedness* de 1979 afin d'établir la contribution de chaque catégorie dans la création de valeur. Rappelons que la définition de 1979 envisageait quatre classes en fonction de la nature des actifs combinés : actifs similaires (produits et clients identiques), actifs supplémentaires (produits similaires et clients différents), actifs complémentaires (produits différents et clients similaires) et actifs non reliés (produits différents et clients différents).

Au final, Shelton étudie l'évolution des cours boursiers en prenant en considération la première annonce publique de la fusion. Sans nous soucier des inconvénients liés à la méthodologie qui se base sur les cours boursiers, nous estimons que son travail apporte une vision plus large et plus claire de l'approche stratégique des fusions/acquisitions en mettant en avant la combinaison des actifs des entreprises fusionnées pour déterminer les gains générés par ces opérations. Nous aurions voulu citer les résultats trouvés par Shelton que nous croyons démonstratif. Il trouve que c'est la combinaison d'actifs similaires qui contribue le plus à la création de valeur, suivie de la combinaison d'actifs supplémentaires et de la combinaison d'actifs complémentaires. Par contre, la combinaison d'actifs non reliés se traduit par une détérioration de la valeur.

1.2.3. *La pensée managériale et les divergences*

1.2.3.1. *La pensée managériale et les diversifications durant les années 1990*

L'étude des stratégies de diversification menée par les entreprises a permis aux chercheurs de s'adapter à chaque situation en essayant de proposer des solutions aux nouvelles problématiques. Au fil du temps, les évolutions de la nature des opérations de fusions/acquisitions ont favorisé l'émergence de nombreuses études économiques, financières et stratégiques. Une présentation chronologique de cette transition a été développée par Goold et Luchs en 1993 pour tenter d'expliquer le lien entre l'évolution de la pensée managériale et les stratégies de diversification.

Dans les années 1950 et 1960, les dirigeants possédaient des capacités managériales très larges, car la concurrence était moindre et les systèmes de gestion moins sophistiqués. Ces capacités étaient censées permettre la gestion d'une manière efficace de plusieurs secteurs d'activité en même temps. En conséquence, les conglomérats étaient le style de développement externe le plus dominant.

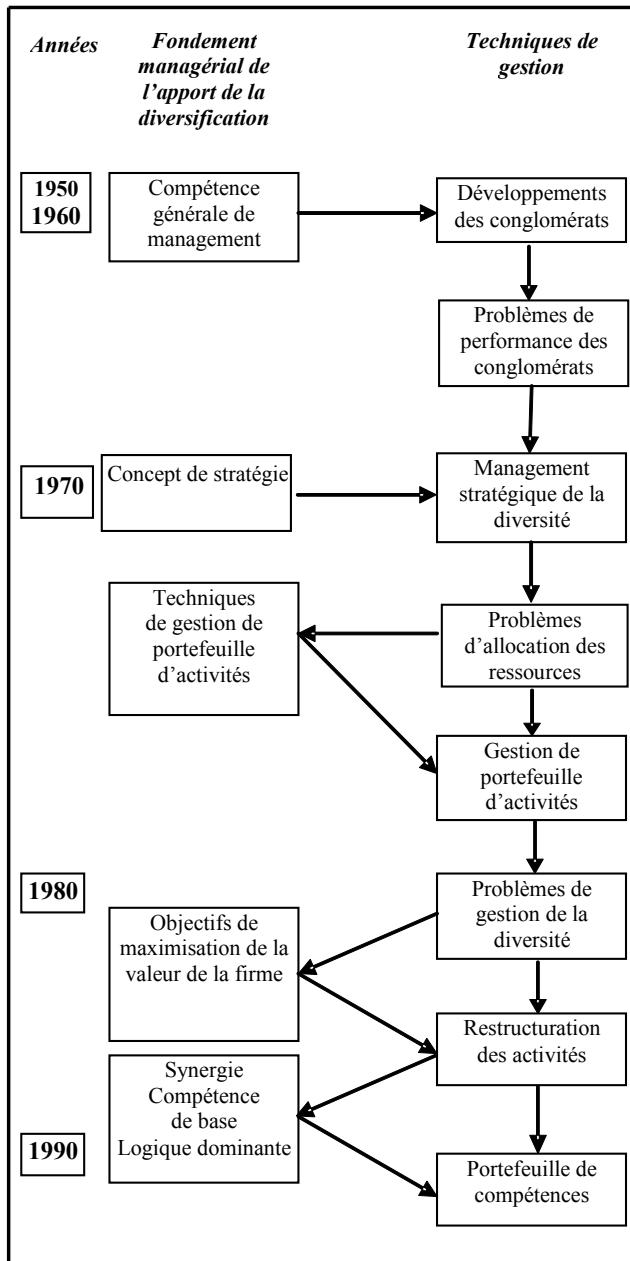


Figure 1.1. Évolution de la pensée managériale dans les stratégies de diversification selon Goold et Luchs (1993)

Dans les années 1970, un nouveau courant de management a commencé à se développer pour répondre à la nouvelle donne de l'environnement et combler le vide laissé par l'ancien style de gestion. De nouvelles techniques de stratégie et de gestion de portefeuilles d'activités sont apparues, et les dirigeants se sont recentrés sur les secteurs d'activités stratégiques pour allouer les ressources entre celles-ci.

Pendant les années 1980, la recherche en stratégie d'entreprises a connu une évolution très importante en réponse aux interrogations quant aux résultats décevants des fusions/acquisitions. Le *corporate restructuring* a apporté une solution en proposant la concentration sur le métier de base et la liquidation des activités moins rentables. Cette technique a pour but la maximisation de la valeur de l'entreprise en l'absence d'une capacité de gestion optimale de la diversification.

Au cours des années 1990, la recherche a essayé de fusionner les données stratégiques et les données financières afin de trouver des vraies réponses aux questions posées. Plusieurs notions ont été proposées comme les synergies, la logique dominante, la définition des segments stratégiques, les conglomérats, les concentrations, etc.

1.2.3.2. *Les divergences autour des fusions/acquisitions*

En raison des montants engagés, de la controverse et de l'intensité croissante, le thème des fusions/acquisitions a suscité un vif intérêt dans le milieu académique et des affaires (Costa et Martins, 2008 ; Jordão et Souza, 2013 ; Vieru et Rivard, 2015). Malgré les taux élevés d'échecs cités par les chercheurs, les opérations de croissance externe n'ont cessé d'augmenter, modifiant les paysages régionaux suite aux restructurations et changeant les frontières des groupes du fait de leur nouvelle taille. En 2005, grâce à l'accumulation abondante de liquidités, 80 % des fusions/acquisitions ont été payées en cash. Ce constat reste incompréhensible. Comment répondre objectivement à ce questionnement ? Soit les dirigeants ne se soucient guère de ce genre d'études, soit les chercheurs en apportant des résultats inadaptés méconnaissent la réalité des fusions/acquisitions. À cette énigme, aucune réponse unanimement acceptée ne s'impose avec une égale certitude, une même et parfaite conviction. Il convient de souligner ce fait, car, comme l'objectivité demeure une démarche asymptomatique, il n'existe pas de réponse indiscutablement objective.

Des divergences existent entre les résultats attendus et ceux obtenus dans les fusions/acquisitions (Jordão et Souza, 2013 ; Jordão *et al.*, 2014). Le vrai problème est que chaque acteur définit la réussite ou l'échec selon son vécu idéologique et son besoin psychologique. Ces derniers s'influencent mutuellement, mais dès qu'on peut en tirer un besoin psychologique, toutes nos idéologies lui obéissent. En effet, la connaissance est une saisie de l'objet par un sujet, et naît, dans le sens littéral du terme, du mariage de ces

deux éléments. Il n'y a que l'ignorance qui permet à l'objet d'échapper au viol que lui fait subir le sujet. Toutes les pensées sont défendables et critiquables. Le manager, qui accroît son salaire ou le pouvoir de sa firme ou bien encore son bénéfice comptable grâce à une acquisition, la considère comme étant une réussite totale. Mais le scientifique, qui constate une baisse de la valeur mesurée par des critères satisfaisant son besoin d'étude, trouve que cette opération représente un échec. En 1998, KPMG a déduit un taux d'échec de 83 %, et, en 2000, le montant total des fusions et des acquisitions au niveau mondial a dépassé les 3 000 000 000 000 de dollars ! Dans tous les cas, cette inconstance suscite naturellement des points de vue divergents.

Même s'il s'agit, souvent, d'une logique industrielle et économique, le pourquoi des fusions/acquisitions est protéiforme. Elles possèdent une nature contagieuse et s'auto-alimentent. Leurs vagues se suivent sans interruption, et prennent à chaque fois, une voie différente en s'adaptant et répondant à un nouveau besoin économique.

C'est la confrontation des idées hétérogènes de personnes différentes qui fait émerger ces divergences. Ces dernières sont des facteurs dynamisant toutes les pensées scientifiques, voire notre existence, qui nous poussent inexorablement à aller encore plus en avant. Ainsi, tout contribue à donner une bonne et mauvaise presse au sujet en acceptant ces différends, non pas comme une malédiction, mais comme un don pour impulser les recherches scientifiques sur les fusions/acquisitions.

Chapitre 2

Modalités de croissance et de riposte

Avec l'évolution économique et financière, les tailles des entreprises sont devenues gigantesques, défiant les règles de frontières. La course à la grande taille est donc une nécessité afin de gagner ou au pire de résister. Absorber ou être absorbé, tel est le dilemme des entreprises et de leur directeur. Par conséquent, elles recourent à tous les moyens disponibles ou inventés pour s'adapter ou rester dans la cour des grands.

Ces éléments s'influencent mutuellement et suivent la même tendance. Les managers entreprennent des opérations de croissance externe pour améliorer leur performance et les chercheurs apportent leurs analyses pour étudier ces opérations. Grâce à ces études et leurs expériences, ces managers corrigent leur tir en optant pour les opérations de diversifications les plus rentables. Allant dans le même sens, de nouvelles recherches et études seraient entamées en développant d'autres concepts.

Ainsi, plusieurs opérations se sont révélées décevantes et se sont conclues par des désinvestissements et des restructurations afin de mieux se concentrer sur les métiers de base et faire face aux exigences de l'évolution de l'environnement. En conséquence, tous les ingrédients se rassemblent permettant l'émergence du marché de contrôle qui joue le rôle de régulateur du comportement des managers. Ce marché encore peu connu représentant des demandeurs et d'offreurs d'entreprises sera traité lors de l'analyse de l'OPA de Sanofi sur Aventis, dans les titres suivants.

Nous pouvons remarquer ainsi que cette oscillation entre croissance et restructuration est motivée par diverses raisons, que ces résultats positifs ou négatifs peuvent être mesurés par différentes méthodes et que les déterminants de ces résultats sont nombreux et inégaux.

2.1. Modes de fusions et de prises de contrôle

Le rachat total ou partiel d'actions d'une entreprise est assujetti à des procédures très réglementées et contrôlées. Il se caractérise par la notion d'acquisition d'actifs déjà combinés et organisés, prêts à fonctionner, produisant un bien ou un service. Cependant, avec le temps et l'évolution des lois, la croissance externe a pris plusieurs formes et tournures. Donc, le concept de fusion/acquisition est souvent associé à plusieurs autres notions (prise de contrôle, restructuration, concentration, prise de participation, OPA, etc.) conduisant dans certains cas à certaines confusions. Une explication de ces concepts s'avère alors nécessaire en s'appuyant sur les définitions communément admises.

2.1.1. Types de fusions et d'acquisitions d'entreprises

2.1.1.1. Les types de fusions

Les opérations de fusions au sens strict supposent au moins deux sociétés qui mettent en commun leur patrimoine au sein d'une même entité morale pour n'en former qu'une. La rémunération des actionnaires de la nouvelle entité est effectuée en titres et/ou en numéraire. Ces opérations sont irréversibles et peuvent prendre plusieurs formes. Parfois, elles impliquent une disparition d'une ou plusieurs des sociétés concernées et un changement de pouvoir de contrôle au sein de la nouvelle entité.

2.1.1.1.1. Fusion par absorption

Il s'agit d'une opération par laquelle l'entreprise absorbante demeure en tant qu'entité juridique et économique. L'entreprise absorbée disparaît et se trouve par conséquent dissoute. Lors de cette fusion, il y a une transmission universelle du patrimoine total (actif et passif) de l'entité absorbée vers la société absorbante.

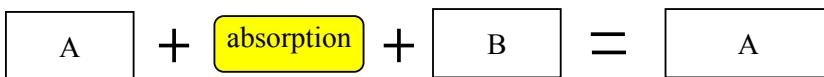


Figure 2.1. Fusion par absorption

2.1.1.1.2. Fusion par scission

Une entreprise scindée correspond à l'éclatement intégral ou partiel de ses ressources en un ou plusieurs sous-ensembles. La scission totale provoque la disparition de la société éclatée et la constitution d'une ou plusieurs nouvelles entités recevant les actifs d'une ou des entreprises dissoutes. Cependant, la scission partielle permet à la société apporteuse de subsister.

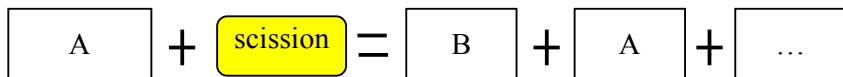


Figure 2.2. Fusion par scission

2.1.1.1.3. Fusion par apport partiel de ressources

Cette opération consiste à un regroupement ou une redistribution d'actifs. Soit, chacune des entités apporte une partie de ses actifs pour former un nouvel ensemble, soit une des deux entités acquiert seulement une partie des ressources de l'autre entité. Ces apports partiels d'actifs peuvent avoir lieu entre sociétés d'un même groupe ou entre sociétés économiquement indépendantes.

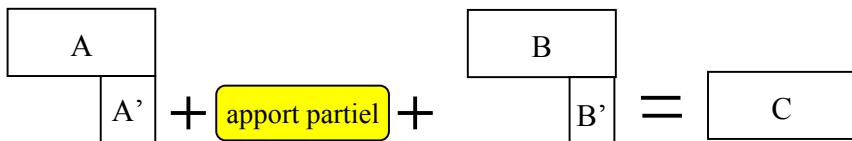


Figure 2.3. Fusion par apport partiel

2.1.1.1.4. Fusion par disparition des entreprises fusionnées

C'est une opération souvent appelée simplement fusion, au cours de laquelle les deux sociétés apportent intégralement leurs ressources pour ne former qu'un seul nouvel ensemble. Donc, les deux sociétés initiales disparaissent au profit d'une troisième et nouvelle entité et leurs actionnaires deviennent les actionnaires de cette dernière.

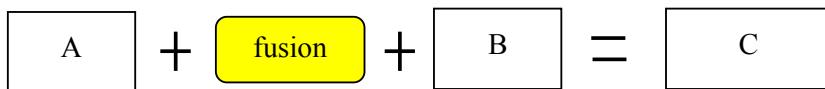


Figure 2.4. Fusion par disparition des entités fusionnées

2.1.1.2. Les types d'acquisitions

Ce type de croissance représente une importance capitale dans la stratégie de développement de l'entreprise. Il consiste en une acquisition partielle, par différents moyens des titres d'une entreprise. C'est l'existence de la forme de société par actions qui a favorisé ce genre d'opérations. On distingue deux cas de figure, selon que celle-ci est cotée ou non : si la cible est non cotée sur le marché financier, le

rapprochement sera de type amical, sauf pour le rachat de sociétés en difficultés ; si la cible est cotée, l'opération peut être de type amical ou hostile. Selon Pilverdier-Latreyte (1991), on distingue trois types de contrôle.

2.1.1.2.1. Contrôle juridique

En France, le pouvoir de prendre toute décision importante, autre que celle de la gestion quotidienne, est exercé par les assemblées générales des actionnaires. Les décisions sont prises à la majorité simple lorsque l'assemblée générale est ordinaire (par exemple, l'affectation du résultat) et à la majorité qualifiée (deux tiers des voix) lorsque l'assemblée générale est extraordinaire (par exemple, l'augmentation du capital ou les acquisitions). Le contrôle d'une manière majoritaire d'une entreprise nécessite donc la détention d'au moins 50 % des voix, et d'une manière absolue au moins 66 %.

2.1.1.2.2. Contrôle effectif

Le contrôle effectif dépend de la part des actions détenues par rapport aux autres actionnaires et non pas de la majorité du capital. Il est défini comme la possibilité de peser dans les décisions de politique générale ou stratégique de l'entreprise. Lorsque la dispersion du capital est importante, la prise de contrôle ne nécessite pas une détention majoritaire du capital. En effet, elle dépend d'une répartition plus au moins importante des titres de la société cible et de la possibilité, pour la société qui veut contrôler, de constituer un groupe d'intérêt au sein de l'assemblée générale des actionnaires de la société cible. Une participation minoritaire ne dépassant pas les 50 %, mais importante par rapport au reste d'autres participations dispersées, peut procurer le contrôle de l'entreprise.

2.1.1.2.3. Contrôle technocratique

Ce type de contrôle concerne les entreprises qui ont une large diffusion de leurs titres. Cette dernière entraîne une dissociation entre le contrôle et la propriété. À ce titre, l'entreprise peut se trouver dans deux situations : une forte dilution de son capital ou bien, du fait de leur statut institutionnel (assurances, caisses de retraite, etc.), les principaux actionnaires s'abstiennent d'intervenir dans sa gestion interne et dans les grandes orientations de sa politique générale. Par conséquent, les managers de la « technostрукture » jouissent d'une grande autonomie vis-à-vis des décisions stratégiques.

2.1.2. Modes de prises de contrôle et d'acquisitions

La prise de participation consiste pour une entreprise à devenir propriétaire d'un certain nombre de titres émis par une autre société. Cette acquisition de titres peut

permettre la prise de contrôle et aboutir à soumettre une société même si cette dernière garde son individualité et son autonomie juridique vis-à-vis d'un pouvoir extérieur.

2.1.2.1. *Les formes de prises de contrôle*

L'exercice de contrôle est défini comme étant le nombre de droits de vote nécessaires pour la désignation des dirigeants, et donc indirectement pour la prise de décision dans les grands choix stratégiques de l'entreprise. On y distingue quatre formes de prises de participation.

2.1.2.1.1. *Prise de participation simple*

C'est une prise de participation à sens unique, c'est-à-dire qu'une entreprise prend une participation dans une autre société ou bien plusieurs participations dans plusieurs sociétés sans que ces dernières exigent de réciprocité.

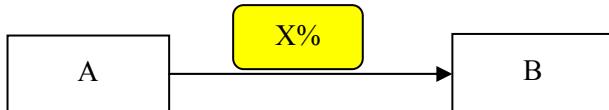


Figure 2.5. *Prise de participation simple*

2.1.2.1.2. *Prise de participation croisée*

Il s'agit d'une prise de participation réciproque. Chaque entreprise détient dans l'autre une participation avec des pourcentages différents afin que l'une opère le contrôle sur celle détenant une participation minoritaire.

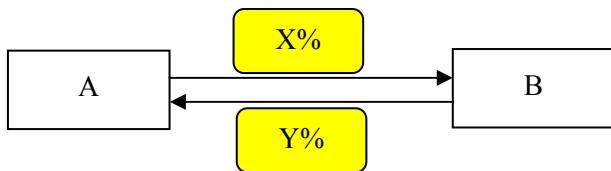


Figure 2.6. *Prise de participation croisée*

2.1.2.1.3. *Prise de participation circulaire*

Dans ce genre d'opérations, la prise de participation est réalisée sous forme d'un cercle fermé et successif où il y a plusieurs entreprises. Par exemple, l'entreprise A détient une participation dans B, et B dans C, et C dans D, et D dans A. Pour la

réalisation de contrôle, une des quatre entreprises doit avoir une participation minoritaire ne lui permettant pas l'exercice du contrôle. Si, par exemple, D respecte cette condition et a une participation minoritaire dans A, on peut estimer que A contrôle B, C et D.

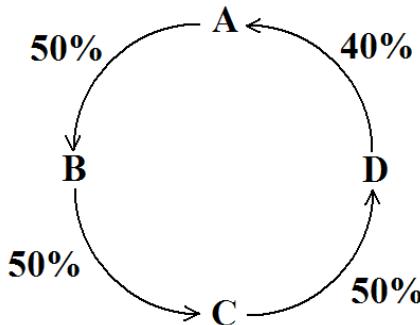


Figure 2.7. Prise de participation circulaire

2.1.2.1.4. Prise de participation en cascade

Lors de cette prise de participation, une entreprise prend le contrôle dans une autre, elle-même possède le contrôle dans une troisième, etc. Par exemple, A possède une participation dans B, et B a une participation dans C, et C dans D. On peut dire que A exerce un contrôle indirect sur D (acquisition indirecte) à travers B et C.

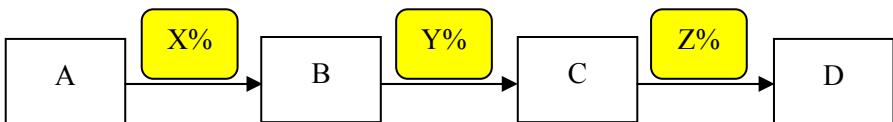


Figure 2.8. Prise de participation en cascade

2.1.2.2. Les modes d'acquisitions

Généralement, toute prise de contrôle procure un avantage de contrôle total avec un coût réduit. Ceci veut dire que l'entreprise peut exercer un contrôle total sur la cible avec une acquisition partielle de ses ressources.

2.1.2.2.1. Le ramassage ou le rachat de blocs

Les prises de participation peuvent passer par une stratégie de ramassage en Bourse ou bien d'achat de blocs structurants. La première technique correspond à l'achat

progressif de titres sur le marché, tandis que la deuxième consiste à négocier l'achat massif d'actions auprès de quelques vendeurs.

En raison du pouvoir de contrôle qu'il confère immédiatement dans le cas d'achat de blocs de contrôle, le prix d'acquisition des titres peut être supérieur à leur cours boursier. Ces opérations obéissent toutefois à des règles très strictes dans la mesure où elles sont limitées par la législation. En effet, dès que les seuils de 10, 15, 20, et 25 % sont franchis, une déclaration publique s'impose¹, et dans certains cas, une offre publique devient nécessaire rendant ainsi cette technique « rampante » moins attrayante à cause de cette règle d'indiscrétion.

2.1.2.2.2. Les offres publiques

L'offre publique est régie par le règlement du Conseil des marchés financiers (CMF) et constitue une démarche légale et normale se déroulant en Bourse en vue de contrôler une société cotée. Il existe plusieurs types d'offres publiques : les offres publiques d'achat (OPA) dont le règlement s'effectue en numéraire, et les offres publiques d'échange (OPE) dont le règlement se fait par échange des titres de la société cible par ceux de la société acquéreuse. À cette occasion d'OPE, l'entreprise initiatrice procède à une augmentation de capital par émission de nouveaux titres qui seront proposés en contrepartie des actions de la cible. Il existe aussi des offres alternatives combinant ces deux modes de règlements en numéraire et en actions.

Ces offres publiques peuvent être amicales ou inamicales, mais dans les deux cas l'acquéreur est contraint de proposer un prix plus élevé que la valeur de marché pour convaincre les actionnaires de la cible de céder leurs titres. La différence entre le prix proposé et le prix de marché est appelée prime d'acquisition.

2.1.3. Modes d'expansion et de riposte

2.1.3.1. Les options de fusions et d'acquisitions

Afin de réussir une fusion/acquisition, et avant d'entamer les démarches de cette opération, il convient d'envisager un éventuel abandon de l'opération ou une renégociation de l'offre. La figure 2.9 met en avant les options qui peuvent être adoptées en cas d'opération de croissance externe.

1. La loi du 22 mars 2012 enrichit la déclaration d'intention requise en cas de franchissement en hausse des seuils de 10 %, 15 %, 20 % ou 25 % en prévoyant que le déclarant doit déclarer dans ce cadre ses intentions.

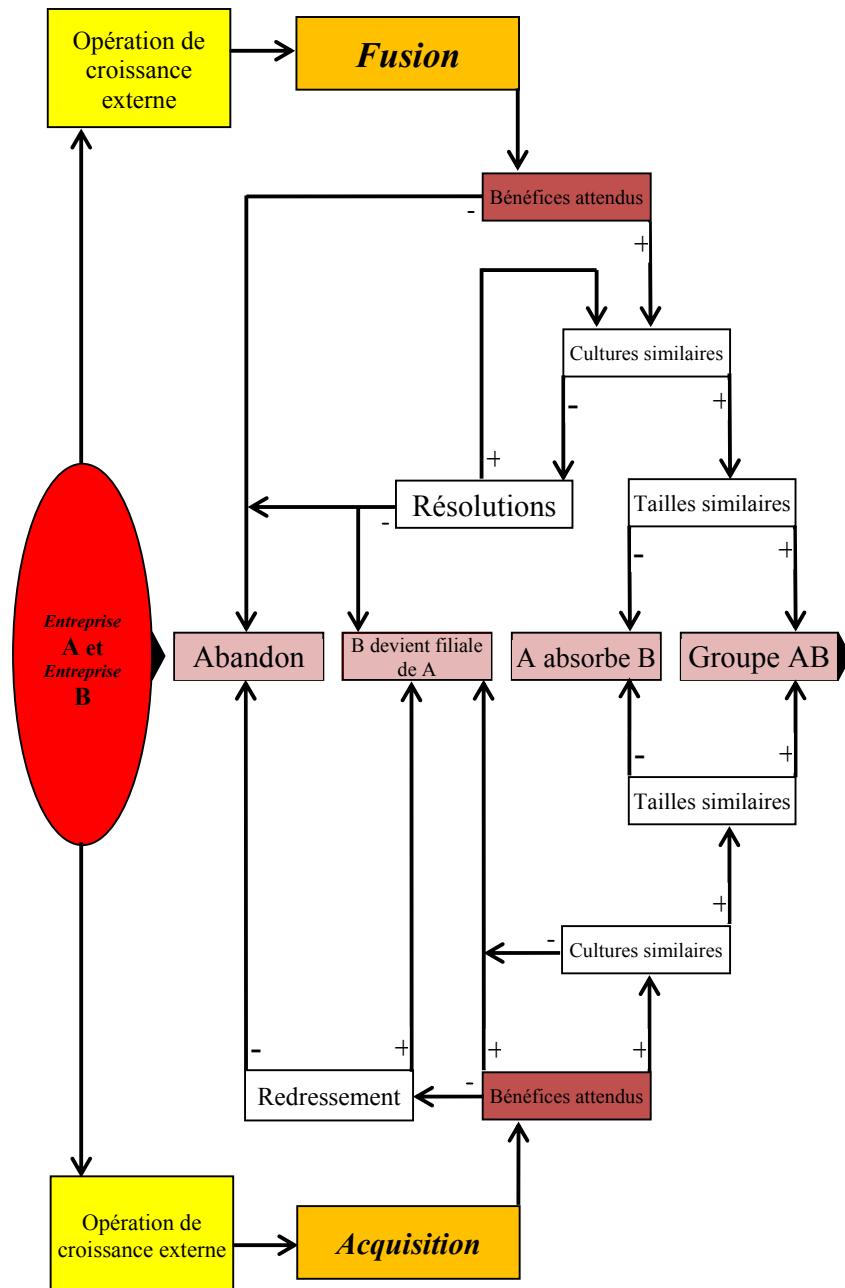


Figure 2.9. Les stratégies de fusion/acquisition

Avant d'entreprendre une fusion/acquisition, il importe d'effectuer une analyse financière et stratégique traditionnelle des bénéfices potentiels de la réunion des deux entreprises. Si le résultat est positif, on vérifie ensuite s'il y a une harmonie culturelle. Si l'évaluation culturelle est favorable, on peut commencer l'intégration des deux sociétés. Par contre, si elle est défavorable, une analyse plus profonde est nécessaire en considérant trois options : abandonner le projet, gérer le nouveau partenaire comme une division séparée ou bien faire une évaluation des conflits culturels et élaborer un projet de développement organisationnel pour faciliter l'intégration des deux entreprises.

2.1.3.2. Les modes d'entrée dans un marché

Cosnita-Langlais et Tropeano (2015) supposent que les fusions ont à la fois un effet proconcurrentiel et anticoncurrentiel, et leur impact sur la concurrence qui en résulte est fonction de l'information privée. Le choix entre croissance interne et croissance externe revêt donc une extrême importance, car il met en jeu toute la stratégie de l'entreprise à gérer sa liquidité et son aptitude à filtrer ses options. À cet effet, McCardle et Viswanathan (1994) ont proposé un modèle de décision en se basant sur deux éléments : la création d'une nouvelle entité ou l'acquisition d'une firme existante.

Ils pensent que si les coûts d'entrée dans un marché sont élevés, la firme optera pour l'acquisition. Ce choix divulgue donc la situation de la firme acquéreuse et signifie son incapacité à œuvrer directement dans le marché et amoindrit son pouvoir de négociation face à la cible. La réaction boursière est alors positive pour les entreprises entrant *via* une création et négative pour les entreprises entrant au travers d'une acquisition. En cas d'acquisition, si l'acquéreur est plus efficient par rapport à la cible, le choix de cette dernière s'opérera d'une manière indifférente. Dans le cas contraire, le choix de la cible sera orienté vers la plus efficiente. Cependant, si l'acquéreur est moins efficient que quelques cibles et plus efficient que d'autres, son choix de cible dépendra de deux variables : les synergies d'efficience réalisables et l'avantage de négociation.

Ces synergies et cet avantage ne sont pas facilement identifiables dans le cas où la cible ne coopérerait pas avec l'acquéreur. La littérature utilise dans ce sens le terme « hostile » pour définir ce genre d'opérations. Ainsi, une OPA hostile peut être définie par le fait que la cible ne désire pas ce regroupement et montre une résistance de la part de ses managers et de ses actionnaires. Schwert (2000), après avoir étudié 2 000 opérations hostiles entre 1975 et 1996, trouve que l'utilisation de ce terme ne représente aucun intérêt économique. Néanmoins, l'hostilité d'une OPA pousse souvent la cible à utiliser différentes techniques pour se défendre. Rousseau (1990) recense six techniques de défense de ces OPA : les pilules empoisonnées comme les clauses statutaires anticontrôles, le régime engrasant par l'achat d'une cible très endettée, « la chasse aux requins » en utilisant des mesures répulsives, les parachutes dorés réservés aux managers évincés, l'endettement excessif et la vente à un « chevalier blanc ».

2.1.3.3. *Les voies d'expansion*

Damodaran (2001) a déterminé deux types d'expansions : l'expansion interne qui consiste à étendre les activités de la firme par des immobilisations classiques, la création d'entités, l'ouverture de filiales, etc. et l'expansion externe qui regroupe six possibilités :

- l'absorption : il faut l'accord d'au moins 50 % des actionnaires des deux parties ; la cible cesse d'exister et s'intègre entièrement à l'acquéreur ;
- la fusion en une nouvelle firme : il faut l'accord des deux parties qui cesseront d'exister ;
- l'OPA : le paiement est en espèces, l'offre est faite directement aux actionnaires de la cible qui décident de vendre ou non leurs actions ;
- l'OPE : le paiement peut s'effectuer par échange d'actions ou mixte ; l'offre est faite aussi directement aux actionnaires de la cible qui décident de vendre ou non leurs actions ;
- l'acquisition d'actifs : il faut l'accord des actionnaires de la cible qui vend ses actifs ; si la vente concerne l'ensemble des actifs, la cible devient une entité vide avant d'être liquidée ;
- la coentreprise : les parties réfléchissent ensemble pour coopérer.

Comme le processus des offres publiques entre dans un cadre très réglementé nécessitant l'information du public, Damodaran (2001) a distingué quatre grandes phases :

- phase 1 : l'acquéreur doit analyser les objectifs recherchés de cette opération en définissant les motifs dominants : exploiter les gains de synergie, satisfaire les ambitions des managers, exploiter la sous-évaluation de la cible, miser sur une gestion efficace de la cible, rechercher à diversifier ses activités, etc. ;
- phase 2 : l'acquéreur doit identifier des cibles potentielles, procéder à leur évaluation, mettre un plan d'intégration et de financement, élaborer des procédures de transaction et de restructuration, etc. ;
- phase 3 : sachant que la motivation initiale de l'offre et le mode de paiement influencent les synergies attendues, l'acquéreur doit répondre à trois questions : Combien payer ? Comment payer ? Quel traitement fiscal appliquer ? ;
- phase 4 : l'acquéreur doit effectuer un suivi de l'après-acquisition et développer une stratégie efficace afin d'assurer la création de valeur attendue.

En étudiant ces phases, l'auteur a proposé une formule définissant la valeur maximum de la cible : $V = B + C + S$.

B est la valeur de base correspondant à l'exploitation courante de la cible.

C est la prime de contrôle calculée en soustrayant B de la nouvelle valeur de la cible avec une gestion optimale.

S est la prime de synergie générée par la commune exploitation des deux entités.

2.2. Les OPA en tant que marché de contrôle des entreprises

Logiquement, l'enchaînement des acquisitions, des fusions, des restructurations et des cessions permet l'émergence d'un marché où se déroulent ces opérations. La littérature appelle ce marché « marché de contrôle » parce qu'il permet en quelque sorte de contrôler le comportement des dirigeants et les met en concurrence pour contrôler d'autres actifs. Les managers s'adaptent, par conséquent, à ces évolutions en adoptant un comportement différent afin de se soumettre au marché de contrôle ou de le leur soumettre, car c'est souvent ce marché qui permet l'émergence ou l'étouffement des opérations de fusions/acquisitions. Ainsi, la réussite d'une fusion ou d'une acquisition ne dépend pas seulement des entités concernées, mais aussi de la volonté de ce marché.

2.2.1. Caractéristiques du marché de contrôle

2.2.1.1. Définition

Comme tout marché, celui-ci est caractérisé par des offreurs et des demandeurs traitant des transactions dans un lieu organisé *via* des prix négociables. La théorie d'agence explique en partie l'existence de ce marché dans la mesure où le dirigeant essaye de maximiser sa propre richesse aux dépens de celle des actionnaires (Fama et Jensen, 1983a, 1983b). Dans un tel environnement, les dirigeants d'entreprises les moins performants sont sanctionnés et remplacés par d'autres, plus experts *via* des opérations de fusions/acquisitions. Les facteurs permettant son apparition sont aléatoires et imprévisibles, mais son existence incite les dirigeants à être performants. À ce titre, il permet de surveiller les managers, de jouer le rôle de régulateur de comportement et de stabilisateur de relations entre actionnaires et dirigeants.

Dans une opération de fusion/acquisition, on trouve au moins deux entreprises. D'un côté, les entreprises initiatrices ou acquéreuses qui représentent la demande de contrôle et, d'un autre, les entreprises cibles ou acquises qui représentent l'offre de contrôle. Ces opérations de fusions/acquisitions correspondent, alors, à un marché de contrôle des entreprises. Porter (1982) définit ce marché des firmes comme un lieu où les vendeurs sont les détenteurs de firmes et les acheteurs sont des firmes qui entendent procéder à une

acquisition. Steiner (1975) pense qu'il convient de traiter les fusions comme étant une transaction dans un marché de contrôle d'entreprises. Ce dernier classiquement présenté dans la théorie d'agence sous forme d'un mécanisme de contrôle externe permet, comme nous le verrons ultérieurement, de réduire, ou parfois d'augmenter, le comportement déviant des dirigeants, et d'influencer, en conséquence, la valeur de l'entreprise.

2.2.1.2. *Prix de la transaction*

La transaction peut être totale ou partielle, et son objet concerne le type de produit. Ce dernier se compose de son origine et de son prix. Le premier élément qui est l'origine de la cible consiste à voir si c'est une conséquence d'une opération de privatisation ou d'une origine privée, la cible provient du secteur industriel, commercial ou de service. Le second élément qui est le prix de la cible se compose quant à lui de trois types.

2.2.1.2.1. *Un prix fixe*

Dans ce cas, c'est la cible qui propose un prix. Il concerne souvent les entreprises privatisées pour lesquelles l'État fixe un prix non négociable de chaque action. Il peut concerner pareillement les transactions de gré à gré pour les entreprises privées qui décident entre elles de fixer un prix sans faire appel à un intermédiaire extérieur. On parle alors d'OPV (offre publique de vente) où l'entreprise se désengage d'une partie ou de la totalité de ses titres à un prix donné. L'avantage est que cette opération est toujours amicale puisque c'est la société cible qui décide de vendre ses titres.

2.2.1.2.2. *Un prix symbolique*

Il concerne les entreprises en difficulté ou au bord de la faillite. Pour éviter la liquidation judiciaire et la fermeture de la société, elle est cédée à un prix très inférieur à son prix réel, voire gratuitement dans un souci d'équilibre économique et social, contre l'engagement de l'acquéreur de reprendre l'actif et le passif de l'entreprise en présentant un plan de sauvetage. Dans d'autres cas, les motivations sont d'ordre politique ou stratégique. Par exemple, la cession à des entreprises nationales même s'il existe des propositions alléchantes d'autres acquéreurs étrangers.

2.2.1.2.3. *Un prix concurrentiel*

Dans ce cas, la transaction est réalisée en Bourse et c'est l'acquéreur qui propose un prix. L'entreprise acquéreuse propose publiquement aux actionnaires de l'entreprise acquise d'acheter leurs titres sous certaines conditions d'ordre juridique bien définies. Cette offre publique, d'acquérir les titres d'une société cotée en Bourse, est un engagement unilatéral, irrévocabile et public. La procédure peut prendre la forme d'une OPA ou OPE, ou bien mixte (le vendeur propose un choix mixant les deux propositions). Ici, on traite de prix concurrentiel ; après l'étude de recevabilité par le Conseil des marchés financiers (CMF) et de qualité de l'information par la Commission des

opérations de Bourse (COB), les autres entreprises disposent de 25 ou 35 jours selon que l'opération est amicale ou non pour proposer un prix supérieur d'au moins 2 % à celui de l'offre initiale. Ensuite, le premier offreur a un délai de 5 jours pour réagir, soit pour renoncer à son projet d'offre publique, soit pour augmenter le prix de son offre initiale. Toutefois, s'il y a plusieurs surenchères, le CMF peut fixer une date limite pour le dépôt d'une dernière offre.

2.2.1.3. Structure du marché de contrôle

Il est caractérisé par le nombre d'entreprises cibles et acquéreuses dont les produits sont identiques ou proches. Son étendue se réfère à la localisation géographique de ces entreprises. Il peut être national ou international. En fait, ce marché de contrôle est occasionnel, car il ne possède ni une structure préétablie ni un caractère de continuité ou de périodicité et il bénéficie d'un nombre d'offreurs et de demandeurs très réduit. Il est, par conséquent, complètement aléatoire et imprévisible.

Le marché de contrôle des entreprises est organisé, avec des prospecteurs, des courtiers, des banques d'investissement qui cherchent à marier acheteur et vendeur (Porter, 1982). Quand la transaction a lieu en Bourse, les deux entités obéissent à certaines règles spécifiques comme précitées. En revanche, si l'opération est de type de gré à gré, l'échange se fait en dehors des règlements boursiers. Le rapport est direct entre les entreprises concernées et, donc, la faisabilité de l'opération est liée uniquement à la volonté et à l'engagement des dirigeants des sociétés concernées.

2.2.2. Rôle joué par le marché de contrôle

2.2.2.1. Discipline par le marché de contrôle

Accepter que les opérations de fusions/acquisitions représentent un marché de contrôle permet de déduire que les dirigeants changent leur comportement vis-à-vis des actionnaires. L'OPA de BSN sur Saint-Gobain (1968-1969) étudiée par Hirigoyen (1999) représente le meilleur exemple concernant l'attitude des dirigeants. Pour contrer cette OPA, la direction avait mis en place un plan de communication ciblant les actionnaires pour leur faire prendre conscience de la valeur de l'entreprise et renforcer leur attachement à cette dernière.

Servaes (1994) résume en disant que les opérations de fusions/acquisitions peuvent jouer un rôle de discipline des dirigeants de la cible en les évinçant ou en les incitant à défendre les intérêts des actionnaires. Donc, un des dangers les plus menaçants pour l'équipe dirigeante qui peut être exercé par le marché de contrôle est son remplacement. Cette contrainte pousse les dirigeants à opter pour des stratégies pour préserver leur place au sein de l'entreprise. Ce constat a poussé Shleifer et Vishny (1989) à déduire que

malgré le problème du passager clandestin² mis en avant par Grossman et Hart (1980), les OPA peuvent jouer un rôle disciplinaire. Dès lors, la question est de savoir si le marché de contrôle est un mécanisme de choix qui incite les dirigeants à agir ou pas dans l'intérêt des actionnaires ? Là, nous sommes en présence de la relation d'agence.

Martin et McConnell (1991) semblent conforter cette hypothèse en évoquant les entreprises qui font l'objet d'une acquisition disciplinaire. Ils constatent que le taux de rotation des dirigeants passe de 9,9 % à 41,9 % et que ces entreprises sont significativement moins performantes avant l'OPA. Dans le contexte français, Grand (1991) a réalisé des tests de comparaison de deux échantillons, le premier est de 18 OPA et le deuxième de 37 firmes cotées n'ayant pas fait l'objet d'OPA. Il trouve que les OPA agressives ont été opérées sur des firmes en bonne santé financières, peu endettées et à forte capacité de remboursement et conclut que la forte concentration du secteur et sa perturbation aident au déclenchement de manœuvres agressives.

2.2.2.2. Les opérations à effet de levier

Jensen (1993) tente de montrer que suite aux fraudes qui ont entaché le fonctionnement du marché de contrôle des entreprises durant la vague des fusions/acquisitions des années 1980, l'intervention des pouvoirs publics était d'imposer des sanctions directes à ce type de marché. Une diminution nette du montant total des transactions de 340 milliards de dollars en 1988 à 96 milliards en 1991 a alors été constatée. Ainsi, les opérations à fort effet de levier sont présentées comme l'émergence d'une nouvelle forme de marché de contrôle. La limitation du pouvoir des dirigeants, l'exercice d'un contrôle plus efficace et la dissociation entre le pouvoir et la propriété sont proposés comme un nouveau style de contrôle interne. Du point de vue de Shleifer et Vishny (1986), le contrôle par le marché est en effet possible.

Force est de constater que les opérations à fort effet de levier, qui représentent une part importante dans les acquisitions d'entreprises, ont été plus menaçantes tant pour les actionnaires que pour les dirigeants. En fait, comme ces opérations conduisent à de nombreux désinvestissements ultérieurs, les mêmes entreprises, qui ont été acquises une première fois en endurant une OPA, subissent une deuxième fois des menaces de contrôle. C'est-à-dire que les mêmes sociétés sont susceptibles de subir des menaces de contrôle plusieurs fois.

Ce phénomène des opérations à effet de levier, accompagnées par des désinvestissements ultérieurs est mis en avant par Kaplan et Weisbach en 1992. Ils concluent que

2. On appelle un passager clandestin le comportement d'un investisseur dont l'intérêt est que les autres investisseurs de la même catégorie fassent une opération à laquelle il ne participe pas, mais dont il profite pleinement.

parmi les 271 opérations réalisées entre 1971 et 1982, 119 d'entre elles ont conduit à un désinvestissement. Ils ajoutent que le désinvestissement après une opération à effet de levier est quatre fois plus élevé dans les croissances de diversification. En 1991, Kaplan est arrivé au même constat. Quant à Degeorge et Zeckhauser (1993), ils estiment que les entreprises qui ont fait l'objet d'une opération à effet de levier ne retournent au marché qu'après avoir réalisé de meilleures performances.

Il ne faut toutefois pas négliger le fait que la majorité de ces études ont été réalisées dans le contexte nord-américain bien différent du contexte français. Charreaux (1997) le souligne en disant que le modèle américain de gouvernement d'entreprise se situe dans un contexte où l'importance du niveau de ressources internes des entreprises et du développement des marchés financiers a confiné les banques dans un rôle secondaire. Il développe cette théorie en précisant que le récent développement des opérations à effet de levier et des LMBO³ a contribué à faire émerger certains des éléments caractéristiques d'un système de contrôle par les banques. Les différences de structuration entre les entreprises, les marchés financiers et les banques dans différents pays imposent une grande prudence quant à la généralisation des résultats obtenus aux États-Unis.

Pour résumer, nous nous réinterrogeons si un contrôle direct par le marché est possible. La question a été soulevée par Charreaux et Desbrières (1998) : la littérature traditionnelle insiste sur l'insuffisance des contrôles des dirigeants qui entraînerait un gaspillage de la richesse des actionnaires. Cette vision du problème du gouvernement d'entreprise est probablement erronée... Le problème, énoncé de façon volontairement provocatrice, nous semble plutôt être celui de la protection du capital managérial.

2.2.3. Conséquences du marché de contrôle

2.2.3.1. Effets des acquisitions sur l'enracinement des dirigeants

Parmi les hypothèses avancées dans la littérature pour comprendre le comportement adopté par les managers qui cherchent à se protéger des OPA disciplinaires, il y a l'hypothèse d'enracinement suggérée par Shleifer et Vishny (1988) où les managers recourent à plusieurs moyens pour rendre l'idée d'être une cible potentielle compliquée à réaliser. En s'inspirant de leur travail de 1988, Shleifer et Vishny ont prolongé cette étude dans un autre article paru en 1989. Ils se sont concentrés sur la problématique des investissements spécifiques des dirigeants comme moyen d'enracinement dans l'entreprise. Le modèle développé par les auteurs apporte un fondement très clair aux stratégies de diversifications et de croissance rapide *via* des acquisitions externes qu'opèrent certains dirigeants au détriment de leurs actionnaires.

3. LMBO = *Leverage Management Buy Out*, c'est le rachat d'une entreprise par endettement par ses dirigeants et salariés. En français on parle de Rachat d'entreprise par ses salariés (RES).

Le travail de Charreaux (1997, p. 107) va dans le même sens ; il estime que « l'asymétrie d'information et les contrats implicites conclus avec les partenaires occupent une place importante dans l'élaboration de ces stratégies, car ils constituent une barrière à l'entrée pour les équipes dirigeantes concurrentes, qui seront incapables de gérer la firme de façon optimale sans disposer des informations essentielles sur les partenaires de la firme, les évolutions du marché... L'information est une ressource rare, car elle permet de créer des rentes ; elle est essentielle au contrôle de la gestion et constitue une source importante du pouvoir des partenaires lors de négociations ».

Enfin, dans un schéma démonstratif, Paquerot (1996) a mis en évidence les éléments augmentant le pouvoir des dirigeants suite aux acquisitions en évoquant de surcroît les coûts du contrôle et la valorisation du dirigeant :

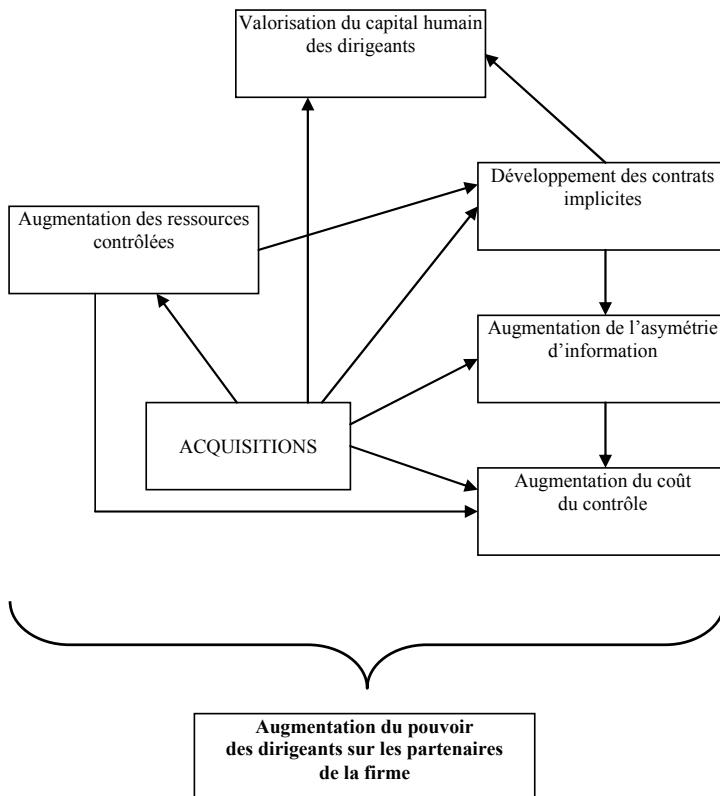


Figure 2.10. *Effet des acquisitions sur l'enracinement des dirigeants selon Paquerot (1996)*

Toutefois, les prises de contrôle sont limitées par les nombreux moyens de défense dont disposent les dirigeants des cibles : pilules empoisonnées, clauses statutaires, actions à double droit de vote, etc. L'examen de ces mécanismes a conduit Shleifer et Vishny (1988) à se demander si la vague de fusions/acquisitions des années 1980 n'avait pas plus poussé les dirigeants des cibles potentielles à chercher à se protéger qu'à adopter des comportements conformes.

2.2.3.2. Effets des acquisitions sur la performance des entreprises

L'article de Shleifer et Vishny (1988) nous interpelle dans la mesure où ils ont étudié la relation entre la maximisation de la valeur et la poursuite d'un processus de croissance externe. Ils partent du constat que les taux de rentabilité négatifs enregistrés par l'acquéreur pourraient être liés à l'existence d'un coût payé pour la poursuite des objectifs propres aux dirigeants, sans que ceux-ci servent les intérêts des actionnaires. Les auteurs montrent que dans une série d'opérations qui se sont produites durant les années 1980, il est évident que les managers n'ont pas agi dans l'intérêt des actionnaires.

Une des conséquences de l'approche proposée par ces auteurs est qu'il est normal que les firmes qui désinvestissent pour se concentrer sur leurs activités de base connaissent une réévaluation sur le marché. En effet, ce comportement indique un recentrage de la politique des dirigeants sur l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise et par conséquent de celle des actionnaires. La figure 2.11 montre cette relation entre le rôle du marché de contrôle et le comportement des managers.

D'après ces constats, force est d'admettre que le marché de contrôle pousse quelques managers à adopter un comportement non conforme en privilégiant leur propre intérêt à l'intérêt des actionnaires pour se protéger des OPA, et pousse d'autres à adopter un comportement conforme afin d'échapper à leur éviction en cas d'OPA.

Une autre question qui vient à l'esprit et qui n'est pas moins importante que celle traitant les investissements spécifiques est celle portant sur l'impact de l'endettement. Ce dernier change la structure des pouvoirs au sein de la firme et influence fortement la rentabilité de l'entreprise. À cet effet, Zwiebel (1996) prétend que les managers utilisent l'endettement non pas en vue de poursuivre les objectifs des actionnaires, mais bien pour se protéger d'OPA hostile. Le résultat obtenu par Garvey et Hanka (2001) conforte cette hypothèse. Ils ont étudié le comportement de 1 203 firmes protégées par les lois anti-OPA durant la période 1983-1993. Ils ont trouvé que ces entreprises ont tendance à réduire significativement leur taux d'endettement.

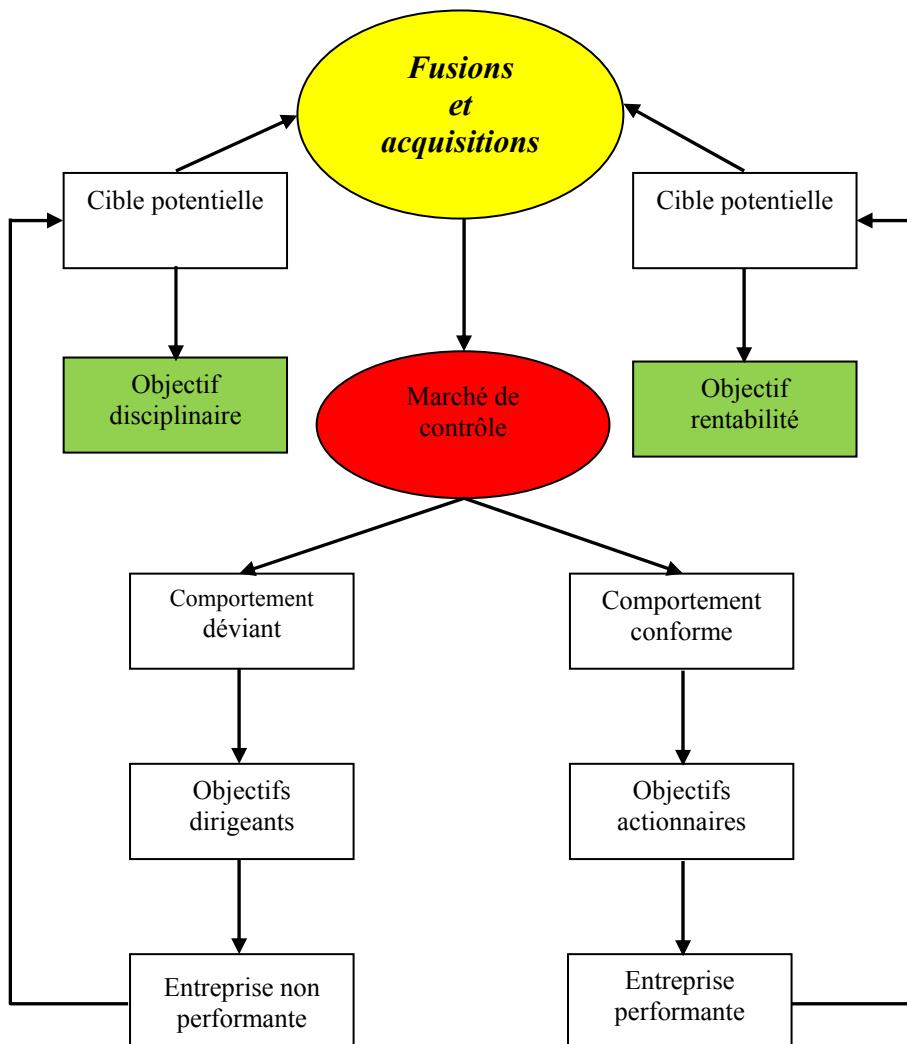


Figure 2.11. Effets des acquisitions sur la performance des entreprises

PARTIE 2

Stratégies de fusions/acquisitions : causes à effets

Chapitre 3

Mouvements d'actifs : causes et conséquences

Les vagues de fusions/acquisitions se succèdent et s'auto-alimentent en préparant la vague suivante sous une autre forme afin de s'adapter à la nouvelle donne stratégique ; par conséquent, les managers peuvent adopter un comportement non conforme pour résister ou échapper au contrôle du marché d'entreprises ou un comportement conforme afin de respecter les exigences dudit marché. Pour ce faire, sachant que ces vagues d'opérations peuvent se résulter par des échecs, des manœuvres de correction stratégique sont adoptées. Un retour à la restructuration est souvent envisagé afin que la firme puisse améliorer sa situation financière.

Mais, il semble pertinent de préciser qu'il ne faut pas toujours corrélérer les cessions aux restructurations et les acquisitions à la croissance, car il y a des cessions qui peuvent avoir comme objectif l'amélioration de la rentabilité et des acquisitions qui peuvent entrer dans un processus de restructuration.

Donc, depuis plusieurs décennies, nous assistons à des vagues de fusions/acquisitions où à chaque période, des changements radicaux et adaptatifs sont constatés. Chacune de ces vagues influence la période d'après. Nous pouvons remarquer, alors, des fusions verticales, puis conglomérales, ensuite horizontales, pour aboutir à la fin à des restructurations et rationalisations en passant par des cessions de branches et liquidations d'activités.

Dans la même tendance, des études scientifiques se sont multipliées suivant l'évolution du nombre d'opérations de fusions/acquisitions. Les résultats et les analyses se sont multipliés et affinés en dégageant une multitude de notions et termes en finance et stratégie. Depuis, la recherche scientifique en apportant des éclaircissements et

confusions en même temps, ne cesse de se développer et d'accroître la richesse littéraire et empirique en la matière.

3.1. Les vagues des fusions/acquisitions

Les vagues de fusions/acquisitions restent parmi les problèmes fondamentaux posés en finance. Une vague consiste en une augmentation soudaine et massive du nombre d'opérations concentrées sur une période donnée. L'histoire économique est jalonnée de périodes de macro-vagues mondiales d'acquisitions. Ces vagues de fusions/acquisitions ont été, ainsi, la cause de l'évolution de la pensée managériale, puisque l'évolution de la science est souvent due à l'apparition d'un phénomène. Mais dans le contexte français, les chercheurs ne se sont intéressés à ces phénomènes que ces dernières décennies, beaucoup plus tardivement que les États-Unis.

3.1.1. Le marché mondial et les vagues de fusions/acquisitions

3.1.1.1. Les vagues de fusions/acquisitions entre 1990 et 2016

Selon Finkelstein et Cooper (2009), la littérature internationale sur les fusions/acquisitions est, dans une certaine mesure, fragmentée, mais leurs sommes ont atteint des niveaux phénoménaux. En 2016, sur 47 000 opérations dans le monde, leur montant a franchi les 3 100 milliards d'euros. La figure 3.1 montre cette évolution entre 1990 et 2016.

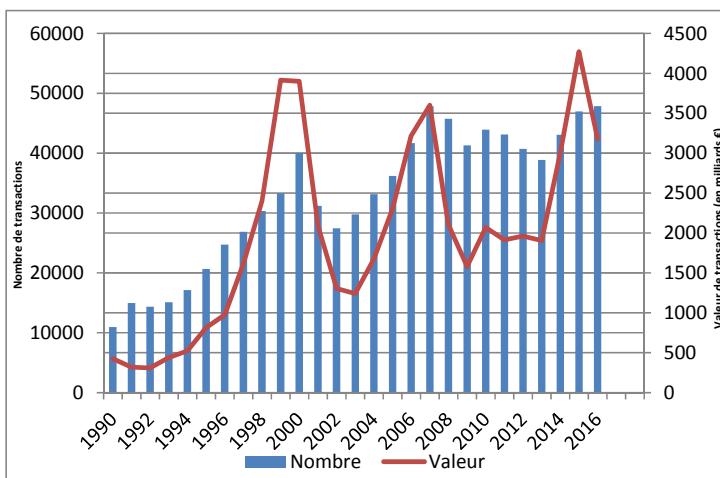


Figure 3.1. Nombre et valeur des fusions/acquisitions dans le monde (source : Thomson One Banker)

D'après la figure 3.1, nous remarquons trois vagues de fusions/acquisitions dans le monde :

– 1999-2000 : ces années étaient des années record concernant les sommes engagées. De 1998 à 1999, le montant de ces opérations a augmenté de 53 % en dépassant les 3 900 milliards d'euros. Un record qui n'a jamais été constaté ni avant ni après jusqu'en 2015. Cette évolution a été soutenue par la bulle de l'Internet et des nouvelles technologies ;

– 2006-2007 : cette période a marqué la fin de la période avant la crise financière démarlée fin 2007. Durant cette dernière, la somme des fusions/acquisitions dans le monde a atteint 3 600 milliards d'euros en dépassant 47 000 opérations. Les domaines touchés par cette vague représentent tous les secteurs d'activité : industrielle, commerciale et de service. Toutefois, la part la plus importante était dominée par le secteur financier et le secteur de l'immobilier ;

– 2014-2015 : une augmentation de 42 % a été réalisée en 2015 par rapport à l'année précédente. La valeur des opérations de fusions/acquisitions a atteint une somme jamais réalisée de 4 271 milliards d'euros. Cette évolution a été soutenue par le marché asiatique en consolidant l'augmentation de 2014 après la chute post-crise financière de 2008.

Le tableau 3.1 regroupe les opérations de fusions/acquisitions les plus importantes jusqu'à l'année 2016.

Rang	Année	Acquéreur	Cible	Valeur en milliards d'euros
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	204,79
2	2000	America Online Inc	Time Warner	160,71
3	2013	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	100,46
4	2015	Anheuser-Busch Inbev	SABMiller PLC	96,22
5	2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	91,93
6	2001	Comcast Corp	AT&T Broadband & Internet Svcs	85,09
7	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	84,94
8	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	78,46
9	2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	74,9
10	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	71,3

Rang	Année	Acquéreur	Cible	Valeur en milliards d'euros
11	1998	Exxon Corp	Mobil Corp	68,36
12	2007	Spin-off	Philip Morris Intl Inc	68,08
13	1998	Travelers Group Inc	Citicorp	67,25
14	2000	Spin-off	Nortel Networks Corp	65,51
15	2015	Royal Dutch Shell PLC	BG Group PLC	64,4
16	2006	AT&T Inc	BellSouth Corp	60,18
17	2002	Pfizer Inc	Pharmacia Corp	60,02
18	2004	Royal Dutch Petroleum Co	Shell Transport & Trading Co	58,49
19	1998	NationsBank Corp,Charlotte,NC	BankAmerica Corp	56,67
20	1998	SBC Communications Inc	Ameritech Corp	56,48
21	2015	The Dow Chemical Co	DuPont	56,35
22	1999	Qwest Commun Intl Inc	US WEST Inc	52,80
23	2009	Pfizer Inc	Wyeth	51,88
24	1999	Vodafone Group PLC	AirTouch Communications Inc	51,65
25	2015	Dell Inc	EMC Corp	51,38
26	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	49,99
27	2016	Bayer AG	Monsanto Co	49,75
28	2014	Actavis PLC	Allergan Inc	49,62
29	2004	JPMorgan Chase & Co	Bank One Corp, Chicago, IL	45,94
30	2006	Gaz de France SA	Suez SA	44,64

Tableau 3.1. Les fusions/acquisitions les plus importantes dans le monde

Le boom de 1999-2000 était le départ des grandes fusions dans le monde, comme précisé dans le tableau 3.1. Ainsi, la plus importante opération dans l'histoire des rapprochements d'entreprises a été constatée en 1999 entre Vodafone et Mannesmann avec une valeur de 204,79 milliards d'euros.

3.1.1.2. Les fusions/acquisitions et la crise financière de 2008

Netter et Stegemoller (2011) examinent un important échantillon de fusions en incluant les petits acquéreurs, et constatent que ces transactions deviennent plus

faciles au fil du temps. Dittmar (2008) et Rau et Stouraitis (2011) montrent que les opérations de financement d'entreprises, y compris les fusions, viennent en vagues. Dans ce sens, grâce à la globalisation financière et la concentration des firmes sur la richesse de l'actionnaire, durant la dernière décennie, les firmes ont connu une forte croissance de liquidité et une augmentation des profits. Ce changement a eu pour résultat une abondance de crédit et une baisse des marges ainsi que du coût du risque. Cette abondance de liquidités et de crédits avec une orientation purement financière de la valeur a déterminé les choix de financement et d'investissement des firmes, et a favorisé la croissance externe des entreprises en multipliant les stratégies financières de fusions/acquisitions par le biais de la finance moderne.

En conséquence, tous ces facteurs avec la complicité de « l'arrogance » de la finance ont participé à alimenter la crise financière de 2008. Puis, un rebondissement des opérations de fusions/acquisitions sous forme de restructuration ou de sauvetage a été constaté afin d'échapper à d'évidentes difficultés financières. À titre d'exemple : les tentatives de fusion dans le secteur automobile entre Porsche et Voslkswagen, General Motors et Chrysler, Opel et Fiat ; ou finalisées dans le secteur bancaire entre les Banques populaires et la Caisse d'épargne, la Bank of America et Merrill Lynch, la Banque Finama et Groupama Banque. La figure 3.2 montre la place des fusions/acquisitions dans ce cercle.

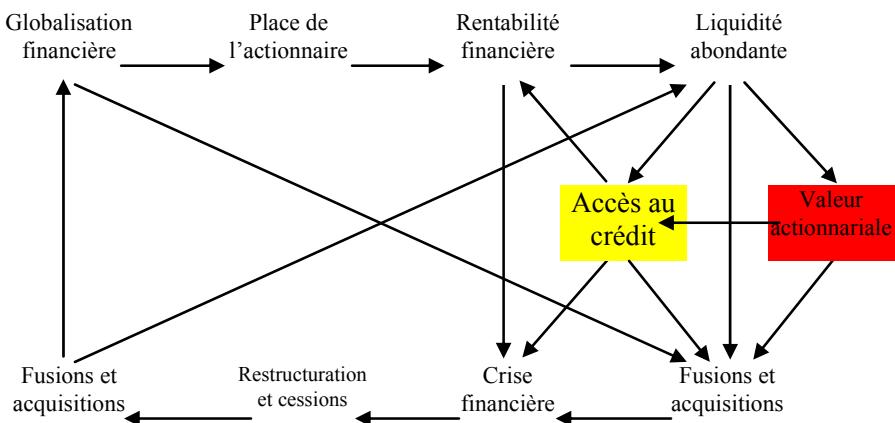


Figure 3.2. Les fusions/acquisitions et la crise financière

Les conditions de financement (Harford, 2005) et la recherche de la maximisation de la valeur actionnariale sont au cœur de cette course aux fusions/ acquisitions et à la grande taille. De plus, la croissance rapide des connaissances techniques et les

incertitudes liées au changement technologique rendent difficile et complexe la création constante d'innovation dans une situation de concurrence globalisée. Or face à cet impératif, il est parfois difficile, même pour les grandes sociétés, d'innover en permanence. À ce titre, les fusions/acquisitions se proposent comme un moyen d'acquisition rapide de connaissances et techniques déjà finalisées. Elles s'inscrivent également dans une logique de création de valeur et de poursuite de la trajectoire normale du secteur.

3.1.2. *Le marché américain et les vagues de fusions/acquisitions*

3.1.2.1. *L'étude de Capron (1995)*

Capron dans son article de 1995 distingue trois grandes vagues de fusions/acquisitions entre les années 1887 et 1970. Elle a établi un tableau détaillant toutes les caractéristiques de ces mouvements de fusions/acquisitions :

	Vague 1887-1904	Vague 1916-1929	Vague 1950-1970
Nature du mouvement	Concentration horizontale	Vague composite (horizontale, verticale, diversification liée)	Diversification liée et conglomérale
Impact sur les structures concurrentielles	Formation de monopoles	Formation d'oligopoles	Impact limité
Facteurs macro-économiques favorables aux fusions	<ul style="list-style-type: none"> – Croissance économique (1898-1902) – Développement du transport ferroviaire et des communications 	<ul style="list-style-type: none"> – Croissance économique (1922-1929) – Développement du transport automobile – Distribution de masse – Développement des techniques de marketing 	<ul style="list-style-type: none"> – Croissance économique (1950-1970) – Stabilité de l'environnement favorable à l'adoption des méthodes de planification financière
Facteurs institutionnels influençant l'ampleur et la nature des fusions	<ul style="list-style-type: none"> – Adoption du Sherman Act (loi antitrust) – Vitalité boursière (1887-1902) 	<ul style="list-style-type: none"> – Démantèlement des monopoles (Clayton Act, 1914) – Euphorie boursière (1926-1929) 	<ul style="list-style-type: none"> – Amendement Celler-Kefauver (fusions horizontales interdites) – Valorisation des fusions conglomérales par les investisseurs (jusqu'en 1968)

	Vague 1887-1904	Vague 1916-1929	Vague 1950-1970
Analyse des motivations	<ul style="list-style-type: none"> – Économies d'échelle – Réduction de la surcapacité – Pouvoir de marché – Gains spéculatifs (investisseurs privés) 	<ul style="list-style-type: none"> – Fusions horizontales : <i>idem</i> à la première vague – Fusions verticales : efficience technique et sécurité – Fusions de diversification liées : amortissement des dépenses commerciales, nouvelles voies de croissance – Gains spéculatifs (banques) 	<ul style="list-style-type: none"> – Baisse du risque – Économies financières – Gains spéculatifs (acquéreurs) – Prestige, maximisation de la croissance par les dirigeants
Étude des performances	Taux d'échec élevé (50 %)	Performances médiocres	Bilan mitigé
Facteurs explicatifs des performances	<ul style="list-style-type: none"> – Fort déterminisme sectoriel : échec des fusions dans des secteurs peu sensibles aux effets de taille – Échec des fusions dont l'objectif se limitait à réduire la concurrence – Qualité du management déterminante 	<ul style="list-style-type: none"> – Manque de données pour les fusions dans les secteurs manufacturiers – Échec des fusions dans les services manufacturiers – Échec des fusions dans les services qui correspondaient à la simple adjonction de monopoles locaux – Échec des fusions spéculatives 	<ul style="list-style-type: none"> – Limites de la planification financière dans un contexte devenu instable – Limites des compétences des managers financiers : connaissance superficielle des métiers de l'entreprise

Tableau 3.2. Synthèse des caractéristiques des trois premières vagues de fusions/acquisitions aux États-Unis

3.1.2.2. Les grands événements du marché américain

D'après le tableau 3.2, Capron (1995) fait apparaître trois grandes périodes de fusions/acquisitions. Pour bien les détailler, nous allons nous baser également sur d'autres auteurs, notamment sur l'étude de Western *et al.* (2003) afin de donner une vision plus large à ces fluctuations.

1^{re} phase : Chandler (1962) rapporte dans ses travaux que la première phase s'est déroulée entre 1880 et 1904, et que ces fusions/acquisitions ont été réalisées dans des domaines reliés afin de créer des monopoles. Les secteurs concernés sont le papier, les

machines agricoles, l'acier, l'emballage, etc. Western *et al.* (2003) précisent que cette période a été marquée par une forte concentration horizontale.

2^e phase : elle est marquée par deux événements : le premier est son point de départ qui est le boom économique de l'après Première Guerre mondiale (1920), et le deuxième marque sa fin à savoir la crise de 1929. En effet, Capron (1995) et Western *et al.* (2003) soulignent que ces acquisitions sont verticales dans les secteurs miniers, et horizontales dans l'alimentation, la chimie et les services. Ils constatent par ailleurs que les diversifications reliées consistaient à un élargissement de zones géographiques dans des secteurs identiques.

3^e phase : la troisième vague a été caractérisée selon Rumelt (1974) par des acquisitions conglomérales. Il déduit qu'elles se sont déroulées entre les années 1960 et 1970, et que le pourcentage de sociétés à activité unique est passé de 22,8 % en 1959, à 14,8 % en 1969, dans le groupe de « 500 fortunes » aux États-Unis, et celui de sociétés de type congloméral de 7,3 % à 18,7 %. Cette vague a été influencée par les effets du développement de nouvelles théories managériales qui utilisaient la diversification comme moyen de protection contre les risques financiers. Remarquons que ces fusions/acquisitions ont été le fruit d'opérations amicales de petites entreprises absorbées par des plus grandes, et favorisées par une trésorerie disponible et abondante.

4^e phase : la dernière vague a commencé à la fin des années 1970, après un ralentissement de plusieurs années. Meier et Schier (2006, p. 38) soulignent que cette période allant de 1978 à 1989 « constitue en quelque sorte le symétrique de la vague précédente et représente une forme de recentrage visant à démanteler des sociétés conglomérales malmenées par l'impact économique du choc pétrolier de 1973 et par le développement de théories financières qui remettent en cause la pertinence économique de la diversification ». Western *et al.* (2003) ajoutent que beaucoup d'acquisitions étaient de nature hostile et financée par des liquidités plutôt que par des augmentations de capital.

Il convient de noter que ces vagues qui engendrent d'autres phénomènes sont souvent liées à plusieurs facteurs. Par exemple, la déréglementation et la globalisation de l'économie ont été le facteur principal de l'intensification de la croissance dans les années 1990 (Western *et al.*, 2003). D'une manière générale, les éléments qui ont favorisé ces mouvements dans le contexte américain sont les suivants :

- la recherche de création de monopoles ;
- la globalisation des marchés qui implique la recherche de taille critique ;
- les limites de la croissance interne ;
- la loi antitrust ayant été assouplie sous le mandat du président Reagan, les entreprises ont procédé à plusieurs acquisitions et liquidations ;

- la nécessité de franchir des barrières à l'entrée dans certains marchés ;
- le développement des marchés financiers (Junk-Bonds, LBO, OPA, etc.) ;
- la présence de liquidités importantes, etc.

3.1.3. *Le marché français et les vagues de fusions/acquisitions*

L'insuffisance de données sur les fusions/acquisitions en France a contribué au retard pris par les chercheurs dans l'étude de ce phénomène. Il y avait une différence très nette entre le marché français et les marchés anglo-saxons en raison de l'intérêt tardif porté à ce sujet. Soulignons que le recensement officiel des opérations de fusions/acquisitions ne fut effectué en France qu'à partir de 1983, date à laquelle le « rapport annuel Deals » a commencé à être publié par le ministère de l'économie et des finances.

3.1.3.1. *La période 1959-1992*

3.1.3.1.1. *Les phases des fusions/acquisitions*

Avant d'apporter plus d'éclairage à cette période, Morvan (1991) estime que la période de 1950-1958, non répertoriée dans les études, était une période de stabilité et de protectionnisme. En 1995, Derhy a essayé dans son étude d'élargir la période analysée en étudiant une période allant de 1959 à 1992 en se basant sur les études de Jenny et Weber (1974, 1975), Allouche (1981, 1982) et Paturel (1981, 1982, 1983). Il détermine quatre grandes phases significatives sur la période de 1959-1992.

Période	Nombre d'opérations	Nombre moyen par année	Valeur globale (milliards de FF)	Valeur moyenne annuelle (milliards de FF)
1959-1965	1 147	164	33,9	4,8
1966-1972	1 515	217	103,56	14,8
1973-1985	2 043	157	52,1	7,4
1986-1992	8 147	1 164	548,24	78,3

Tableau 3.3. *Les fusions/acquisitions entre 1959 et 1992 en France (source : publications Deals d'après Derhy A. (1995))*

1959-1965 : il s'agit d'une légère augmentation du nombre de fusions/acquisitions, conséquence directe du traité de Rome et de la réduction progressive des droits de douane entre les États membres. Pour s'adapter à la concurrence étrangère, on remarque l'émergence de quelques groupes : BSN, Agache-Willot, Lafarge, Sacilor, BNP, Usinor, etc.

1966-1972 : cette période s'est traduite par une forte accélération du nombre de fusions/acquisitions en passant à une moyenne annuelle de 217 opérations. Ces dernières étaient principalement franco-françaises favorisées par l'établissement du cinquième plan (1965-1970) qui encourageait la constitution des groupes français appelés « champions français ». Des dispositions fiscales favorables aux regroupements d'entreprises ont permis des rapprochements dans le secteur bancaire, l'industrie chimique, la sidérurgie, etc. Durant cette phase, les entreprises ont réalisé des fusions/acquisitions dans le but d'atteindre une taille critique pour se préparer ensuite aux acquisitions internationales.

1973-1985 : cette période a été marquée par une relative accalmie des opérations de fusions/acquisitions, due aux chocs pétroliers de 1973/1979. Ces derniers ont poussé les entreprises à effectuer des mouvements de réorganisation interne pour repenser leurs stratégies de stabilisation. Ensuite, entre 1980 et 1985, on constate une diminution très nette due aux stratégies de recentrage adoptées par les entreprises suite aux diversifications hasardeuses réalisées au cours des périodes précédentes. Globalement, cette phase a été marquée par une forte déréglementation et modernisation des marchés financiers en France, et une orientation vers l'international. Selon Derhy (1995), les transactions transfrontalières sont passées de 15 % entre 1973 et 1979 à 49 % entre 1980 et 1985.

1986-1992 : la réorganisation des marchés financiers et la vague de privatisations au cours des années 1986/1988 ont engendré une envolée spectaculaire du nombre et du montant des opérations de fusions/acquisitions en France (Bricout et Colin-Sébillot, 1993) ; cinq fois plus importantes que la période précédente. Selon Bavay et Beau (1990), il s'agit d'une conséquence de l'amélioration de la structure financière des entreprises, notamment de leur taux de marge et d'autofinancement qui leur a permis de mener une politique de croissance à la fois interne et externe plus active à partir du milieu des années 1980. D'après Beau et Sannes (1990), la principale motivation de ces fusions/acquisitions était le renforcement de la position de marché et la recherche de synergies ; contrairement aux États-Unis où les objectifs financiers étaient encore importants.

3.1.3.1.2. Les catégories des fusions/acquisitions

L'accès aux marchés étrangers a poussé de nombreuses entreprises à rechercher une taille critique afin d'être en mesure de lever des capitaux et de mobiliser des réseaux de production et de distribution. Ceci explique en partie le fait que les groupes français aient privilégié la voie de la croissance externe, stratégie plus rapide que la simple croissance organique (Jacquemin, 1991).

Comme le précise le tableau 3.4, ces opérations étaient en majorité de type horizontal durant toutes les périodes (Derhy, 1995).

Catégorie	1970-1972	1977-1979	1990
Opérations horizontales	49 %	44 %	69 %
Opérations verticales	24 %	25 %	10 %
Opérations conglomérales	27 %	31 %	12 %
Désengagement	—	—	9 %

Tableau 3.4. *Les opérations de fusions/acquisitions de 1970 à 1990 par catégorie*

Nous remarquons une prédominance des opérations horizontales depuis les années 1970, mais aussi un départ timide des désengagements à partir des années 1990. Ces derniers se sont traduits par des recentrages qui sont devenus, d'après Bricout et Colin-Sébillot (1993), le maître-mot de la stratégie de nombreuses entreprises qui s'attachaient à concentrer leurs ressources et compétences sur leur cœur de métier, et sur leurs activités les plus stratégiques et rentables plutôt que de les épargner dans diverses activités secondaires.

3.1.3.2. La période 1996-2006

Pour consolider leur position concurrentielle, les entreprises françaises ont eu une vocation nationale et internationale. En 2004, les acquisitions françaises à l'étranger ont dépassé les 23 milliards de dollars avec 157 opérations réalisant ainsi une augmentation de 88 % par rapport à 2003. Pendant la même année, le marché national a dépassé la somme de 84 milliards de dollars en progressant de 98 % par rapport à 2003. Depuis le début de l'année 2005, ce marché a atteint le chiffre de 130 milliards de dollars comme le montre la figure 3.3 qui présente l'évolution du marché français des fusions/acquisitions en valeur et en volume depuis 1990.

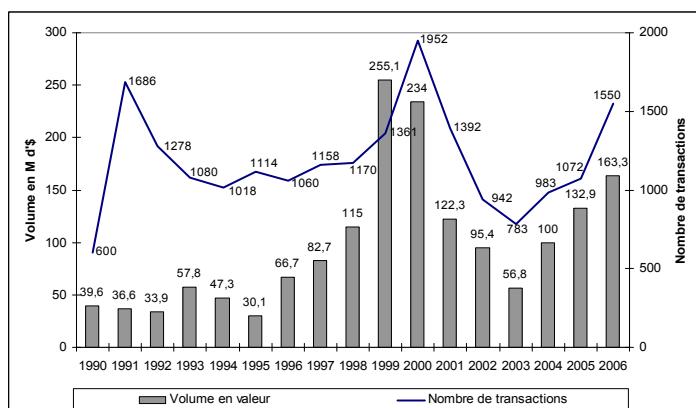


Figure 3.3. *Évolution du marché français des fusions/acquisitions entre 1990 et 2006 (source : Thomson One Banker)*

Dans ce graphique, nous observons clairement plusieurs vagues de fusions/acquisitions au niveau français. Après une forte baisse en 1995, le marché a repris ses augmentations pour atteindre son maximum, en 1999 et 2000. Puis, nous apercevons le même phénomène à partir de 2003. Depuis, ce dernier est resté en augmentation croissante. Par conséquent, le marché français des fusions/acquisitions est considéré parmi les plus actifs en Europe. Le tableau 3.5 illustre ces constats en recensant les opérations françaises les plus importantes entre 1990 et 2006.

Année	Acquéreur	Cible	Secteur	Valeur en M d'euros
1990	Rhône-Poulenc	Rorer Group	Chimie	2,9
1991	Altus Finance	Executive Life Insurance Junk Bonds	Assurance	2,7
1992	Alcatel Alsthom CGE	Alcatel NV	Énergie	3,1
1993	Vendôme Group	Cartier Monde	Luxe	3,1
1994	Soutehwestern Bell Seal	SFR	Télécommunication	2,1
1995	Crown Cork & Seal	Carnaud Metalbox	Emballage	3,9
1996	Axa	UAP	Assurance	8,2
1997	Lyonnaise des Eaux-Dumez	Compagnie de Suez	Utilité publique	6,6
1998	Total	Petrofina	Pétrole	11,2
1999	Totalfina	Elf Aquitaine	Pétrole	48,3
2000	France Télécom	Orange	Télécommunication	50,8
2001	Vivendi	USA Networks	Média	12
2002	Bayer	Aventis Cropsciences	Chimie	7,3
2003	Crédit Agricole	Crédit Lyonnais	Banque	16,5
2004	Sanofi-Synthelabo	Aventis	Pharmacie	50
2005	Suez	Electrabel	Énergie	11,2
2006	Mittal Steel	Arcelor	Utilité publique	25,6

Tableau 3.5. *Fusions/acquisitions françaises les plus significatives par année entre 1990 et 2006 (source : Thomson One Banker)*

D'après le graphique précédent, nous constatons une forte baisse des fusions/acquisitions au début des années 1990, suivie par une stagnation durant 1994 et 1995 à cause de la crise économique du début des années 1990. Toutefois, l'année 1996

a été l'année de reprise du mouvement de fusions/acquisitions. Une augmentation d'à peu près 125 % par rapport à 1994 et 1995. C'est une vague de concentration équivalente en termes de nombre d'opérations à celle des années 1980 et touchant tous les secteurs d'activité (Chevallard, 1999). Les opérations de fusions/acquisitions à la fin des années 1990 ont donc changé de taille et de nature, avec des « méga fusions » qui se sont caractérisées par un gigantisme en termes de montant. Les fusions/acquisitions dans le secteur de la chimie correspondaient auparavant davantage à des opérations de nature défensive-rationalisation, tandis que dans cette période, elles étaient de nature plus offensive (Nau, 2000).

Les années 2000 ont connu des changements profonds grâce aussi à la vocation internationale de l'euro et la constitution d'un grand marché. Cela se traduit dans les derniers chiffres. Les principales opérations se concentrent, en 2005 autour des secteurs des télécoms (413 milliards de dollars), de la finance (404 milliards de dollars), d'utilité publique, de l'énergie, du pétrole et du gaz (432 milliards de dollars) et des soins de santé (190 milliards de dollars). Le rapport de la Commission européenne de 2003 note que ces opérations sont le plus souvent de type horizontal, et les stratégies de recentrage ont été dans une large mesure substituées aux stratégies de diversification.

Les facteurs qui sont derrière cette envolée des opérations fusions/acquisitions en France durant cette période sont nombreux et trouvent leur origine dans les explications suivantes :

- la deuxième vague de privatisations en 1993 qui a permis à des grands groupes, auparavant publics, de devenir plus actifs sur le marché des fusions/acquisitions ;
- la concurrence internationale a poussé les entreprises françaises à rechercher une taille critique pour résister et garder leur place ;
- la recherche de réduction des coûts surtout les frais de recherche et développement et de distribution ;
- le besoin d'acquérir des petites entreprises (par exemple dans la microélectronique et l'Internet) qui sont en avance dans certains domaines et qui disposent d'une grande flexibilité ;
- le développement des marchés financiers et le passage à l'euro qui ont facilité les rapprochements au sein d'un véritable marché unique européen ;
- le déroulement de quelques fusions sous la bienveillance de l'État (par exemple Total Fina Elf, Aérospatiale-Matra et Dasa-EADS) même si elles aboutissaient à la constitution de monopole...

3.1.3.3. La période 2007-2016

Selon quelques études, les entreprises françaises rejoignent les vagues des fusions/acquisitions un peu en retard en n'entrant dans la vague qu'une fois que celle-ci a été lancée. Par conséquent, la valeur boursière créée au démarrage de la vague échappe aux investisseurs français. Concernant les dix dernières années, elles ont été marquées par trois périodes de pics à savoir 2008, 2011 et 2015 ; durant ces périodes les montants des fusions/acquisitions en France ont atteint respectivement 177 964 millions d'euros, 153 279 millions d'euros et 162 747 millions d'euros. Par contre, le nombre le plus élevé des opérations de rapprochement a été constaté, en 2016 avec un nombre de 939 opérations. La figure 3.4 trace cette évolution entre 2007 et 2016.

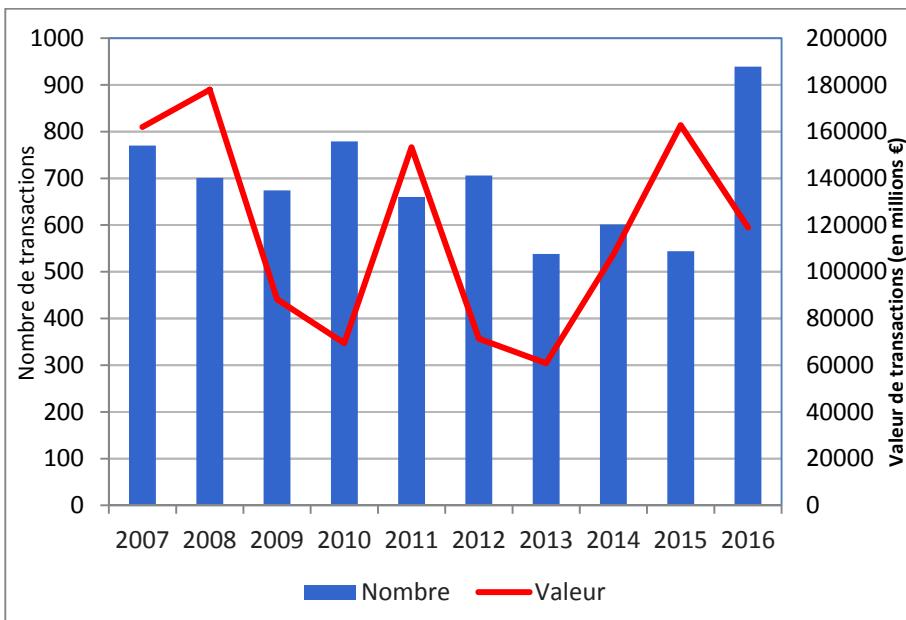


Figure 3.4. Nombre et valeur des fusions/acquisitions en France entre 2007 et 2016

Parmi les opérations les plus importantes de ces dernières années, on trouve Nokia et Alcatel (15,6 milliards d'euros), Air Liquide et Airgas (12,6 milliards d'euros), Lafarge et Holcim (26,6 milliards d'euros), Altis et SFR (16,9 milliards d'euros), International Power et GDF (12 milliards d'euros). Dans ce sens, une étude du cabinet PwC constate que l'abondance de liquidités et le niveau bas des taux d'intérêt ont dopé le marché français des fusions/acquisitions en 2014 avec une progression de 23 % par rapport à 2013 en retrouvant ainsi le niveau de 2008.

En tout cas, malgré la récente progression, le marché français reste encore loin des niveaux d'avant la crise en 2006 et 2007. Au niveau d'attractivité des investisseurs étrangers, le rapport de Baker et McKenzie (2017) classe la France en 16^e place sur 37 pays, avec une moyenne de 5,7/10 (6,8/10 pour la Grande-Bretagne et 5,9/10 pour l'Allemagne). Ce mauvais classement pourrait être expliqué par le fait que beaucoup d'opérations de fusions/acquisitions françaises concernent des PME familiales qui se situent en dessous des paramètres anglo-saxons.

3.2. Diversification, restructuration, désinvestissement et respécialisation

L'objectif principal de la restructuration est de mettre fin à la dégradation de la situation de l'entreprise ou bien d'échapper à une future dégradation. Elle consiste à effectuer des changements dans la stratégie actuelle de l'entreprise de façon à pouvoir faire face à la nouvelle donne de son environnement externe. Cet enchaînement de diversification, restructuration, désinvestissement et respécialisation contribue à faire évoluer tant la pensée managériale que la recherche scientifique, et développer le climat de fusions/acquisitions. Ainsi, les managers ajustent leur position pour échapper ou s'adapter à une situation et les scientifiques théorisent.

3.2.1. Le désinvestissement comme stratégie de développement

Il peut être défini comme une vente partielle ou totale d'une unité, d'une branche, d'une affaire ou d'une activité à un tiers. La faible performance de l'entreprise est la première raison de désinvestissement. Ce dernier peut donc être nécessaire pour échapper à une faillite ou parce qu'une opération réalisée dans le passé n'a pas produit les résultats escomptés.

3.2.1.1. Caractéristiques des désinvestissements

Selon Baroncelli et Manaresi (1998), les désinvestissements et acquisitions sont tellement liés les uns aux autres, qu'il est souvent nécessaire que certains actifs soient vendus avant que d'autres puissent être achetés. Le désinvestissement a été étudié comme une solution stratégique possible pour développer l'entreprise en utilisant les ressources différemment (Baroncelli, 1996). Il peut parfois être envisagé comme une étape dans le développement à long terme de la firme. Le désinvestissement a notamment été réalisé dans le cadre d'actions stratégiques telles que : la décentralisation organisationnelle (Anderson et Narus, 1981), le *downsizing* (Freeman et Cameron, 1993), la restructuration et le *downscoping* du portefeuille d'investissements (Brown, 1985 ; Hoskisson *et al.*, 1993) et la recherche de flexibilité (Aaker et Mascarenhas, 1984).

Le désinvestissement est une solution rapide pour adapter les investissements à une nouvelle situation concurrentielle. Bien qu'il ait été traditionnellement associé à une situation de crise et conçu comme une action pour résoudre des problèmes de rentabilité, il peut aussi être considéré comme une solution permettant à l'entreprise de se développer ou d'accélérer son processus de développement (Chiplin, 1982 ; Hayes, 1982 ; Duhaime et Grant, 1984 ; Ravenscraft et Scherer, 1987).

En effet, les diversifications excessives des années 1960 et 1970 promouvant les firmes portefeuille (Bergh et Lawless, 1998) ont poussé, dans les années suivantes, les entreprises à repenser leur stratégie de croissance en se concentrant sur leur métier de base (Haynes et Thompson, 2000). Batsch (2003) propose cinq origines pouvant expliquer l'excès de cette diversification :

- le redéploiement d'une trésorerie abondante dans des investissements produisant plus de ressources qu'ils n'en consomment (Jensen, 1986) ;
- la surconfiance des dirigeants les laissant penser qu'ils peuvent gérer une firme très diversifiée ;
- la globalisation des structures décentralisées multidivisionnaires ;
- la réaction favorable des marchés des capitaux aux développements congloméraux ;
- la politique antitrust adoptée aux États-Unis qui a incité les grands groupes à se diversifier dans des domaines loin de leur activité d'origine.

Selon Gaughan (2002), les restructurations *via* les désinvestissements revêtent plusieurs formes : vente d'une partie de la firme à une autre firme ; création d'une filiale grâce à un capital séparé de la société mère (*spin-off*) ; les actionnaires de la société mère donnent des titres à une de ses divisions en contrepartie d'actions de la société mère appartenant à la filiale (*split-off*) ; le fractionnement de la firme dans son intégralité en une série de *spin-off* (*split-up*) ; la cession de tout ou partie du capital d'une filiale à une autre firme (*equity carve-out*) et la liquidation simple de l'activité (*sell-off*).

En considérant les fusions/acquisitions comme un mariage, Taylor (1988) considère les désinvestissements comme étant un divorce institutionnel. Dans cette démarche, Montgomery et Wilson (1986) les décrivent comme des échecs. Ils constatent que seulement 44,7 % des 434 firmes acquises pendant la période 1967-1982 étaient toujours possédées par la société mère. Ravenscraft et Scherer (1987) confirment ce constat avec un taux de 33 % de désinvestissements sur des acquisitions dans les années 1960 et 1970. Quant à Porter (1987), il estime que si les acquisitions amènent

les entreprises vers des secteurs nouveaux, le taux des désinvestissements passe à 53 %. Ce taux est entre 35 % et 45 % chez Weston (1994).

Cependant, même si ce taux est de 43,9 % chez Kaplan et Weisbach (1992), ces chercheurs indiquent que les désinvestissements ne sont pas forcément une preuve d'un échec et ils précisent que seuls 34 % à 50 % peuvent être expliqués par des échecs. À cet effet, Weston (1989) trouve que les désinvestissements ne sont pas toujours attachés à une faible performance de l'entreprise vendeuse, car elle peut vendre une entité afin de réaliser une plus-value ou de récupérer des synergies disparues à cause de l'acquisition. C'est la raison pour laquelle Sanders (2001) pense que les acquisitions et les désinvestissements sont des stratégies alternatives ayant pour unique but d'accroître la valeur des stock-options.

3.2.1.2. Déterminants des désinvestissements

Le désinvestissement est souvent entrepris par obligation afin de redresser une situation donnée. Cependant, il existe, selon Hamilton et Chow (1993), d'autres motivations qui peuvent prévaloir comme : la séparation d'une activité non rentable ou non désirée, le besoin de liquidités, vouloir se concentrer sur son métier de base, un prix offert très séduisant, le financement d'autres acquisitions, etc.

3.2.1.2.1. La logique financière

Comme la firme peut désinvestir si la réalisation de synergies s'avère minime ou négative, Afshar *et al.* (1992) et Ofek (1993) considèrent que le désinvestissement est une réponse aux difficultés financières de la firme. En cas de désinvestissement, on peut espérer une amélioration des ratios financiers et de la trésorerie puisque le désinvestissement correspond à une source immédiate de financement (Sicherman et Pettway, 1987) ayant pour objectif la réduction de l'endettement (Lang *et al.*, 1995). Par conséquent, le désinvestissement sera perçu par les marchés financiers comme un signe positif qui fera monter le cours de l'action.

L'analyse de la performance des désinvestissements est, à l'instar des acquisitions, souvent réalisée à court terme. Les études de la performance à long terme sont plus rares, mais leurs résultats sont similaires à ceux des études à court terme (Hanson et Song, 2003).

De manière générale, Denning (1988) et Cho et Cohen (1997) estiment que le désinvestissement concerne des actifs non rentables. Clubb et Stouraitis (2002) montrent que la rentabilité anormale de l'entreprise vendeuse est positivement corrélée avec le ROA de l'entité cédée. La firme gardera alors la filiale non performante jusqu'à ce qu'elle améliore sa rentabilité et devienne vendable (Boot, 1992).

Toutefois, au niveau de la réaction du marché financier, les analyses parviennent à des conclusions contrastées. Parfois, elles sont positives, et d'autres fois, négatives ou non significatives (Haynes *et al.*, 2002).

3.2.1.2.2. La stratégie de l'entreprise

Comme nous l'avons souligné auparavant, un accroissement de la spécialisation augmente la valorisation boursière de la firme (Bhagat *et al.*, 1990 ; Comment et Jarrell, 1995), et le recentrage à cause de diversifications hasardeuses est d'autant plus facile que les firmes qui n'ont que des liens financiers ou managériaux (Daley *et al.*, 1997 ; Johns et Ofek, 1995 ; Duhaime et Grant, 1984). Donc, la décision de désinvestir reste toutefois conditionnée par les synergies financières souhaitées et le risque de vulnérabilité.

Ainsi, les cessions d'activités sont parfois motivées par l'augmentation du contrôle interne des managers (Hoskinsson, 1992 ; Jonhson, 1992) et par l'aliénation des entreprises sur la moyenne de concentration du secteur (Markides, 1995). Si l'activité d'une unité n'est plus en corrélation avec la stratégie globale de la firme, le désinvestissement soutiendra alors le financement de nouvelles acquisitions et la restructuration d'entités peu ou pas rentables (Capron *et al.*, 2001). Ce type de désinvestissement *via* un redéploiement de stratégie est d'autant plus important que les unités acquises sont similaires. En effet, d'après Anand et Singh (1997) et Bergh (1997), même si quelques actifs sont rentables, la société peut entamer des désinvestissements afin de réaliser des effets d'échelle.

Dans ce cas, le désinvestissement peut être considéré comme la résultante logique d'un processus d'acquisition permettant la restructuration des ressources au sein de la firme (Capron *et al.*, 2001). De même, si une activité atteint un niveau de maturité maximum, l'entreprise pourra tenter de se désengager pour réallouer ce cash vers des activités plus rentables. Le désinvestissement dans des secteurs en déclin est donc un moyen d'efficience visant à éliminer les capacités excédentaires (Anand et Singh, 1997). Quelquefois, afin de développer de nouvelles capacités stratégiques, les acquisitions peuvent être engagées comme étant une expérience (Mosakowski, 1997 ; Milbourn *et al.*, 1999 ; Matsusaka, 2001). Dans la mesure où cet investissement pourrait ne pas s'inscrire dans les attentes de l'entreprise, l'acquisition serait alors réversible et la firme aurait la capacité de désinvestir.

3.2.1.2.3. La théorie d'agence

La théorie d'agence au sens de Fama et Jensen (1983a, 1983b) avance que les marchés financiers jouent un rôle disciplinaire. Ainsi, les OPA ratées peuvent pousser les sociétés cibles à se concentrer sur leur cœur de métier par désinvestis-

sement (Chartterjee *et al.*, 2003). De ce fait, dans le cadre de la théorie d'agence, les marchés financiers corrigent le comportement déviant des dirigeants en agissant en tant que mécanisme de gouvernance en incitant les entreprises à se désinvestir (Denis *et al.*, 1997).

3.2.1.2.4. Les lois antitrusts

Les regroupements horizontaux entre concurrents sont souvent soumis à l'accord préalable des autorités de la concurrence en Europe (Commission européenne de la concurrence) et aux États-Unis (Federal Trade Commission). Celles-ci examinent le côté monopolistique de ces opérations en imposant des cessions d'activités avant d'accorder le rapprochement. Ce genre de désinvestissements obligatoires non souhaités par la firme a pour but d'empêcher toute position dominante sur une zone géographique donnée. Andrade et Stafford (1999) pensent que puisque les fusions/acquisitions sont influencées par des facteurs sectoriels, il est logique que les désinvestissements le soient aussi.

Généralement, les fusions/acquisitions horizontales ne sont autorisées qu'après quelques désinvestissements et liquidations d'activités. L'exemple de Sanofi-Aventis étudié ultérieurement en témoigne. La Commission européenne et la FTC ont autorisé ce rapprochement sous condition de cession totale ou partielle de onze branches.

3.2.2. Le corporate restructuring

Thiéart (1993) analyse cette tendance comme la rectification d'un engouement excessif par la diversification ou comme une sorte de réorientation par l'échec. Ce retournement de situation peut être choisi selon les perspectives des entreprises afin d'atteindre des objectifs déjà définis afin de prédire le futur pour garantir la stabilité de la société, voire son existence.

3.2.2.1. Définition

La restructuration recouvre un large éventail de transactions qui comprend la vente de divisions, le rachat d'autres entités, le redéploiement du portefeuille d'activités de la firme, le changement de la structure du capital ou de l'organisation de la firme (Bowman *et al.*, 2001). Severin (2006) définit la restructuration comme un processus de renégociation par lequel la firme change et adapte les termes de ses conditions avec les différentes parties prenantes. De ce constat découlent les contrats de propriété des sites, les contrats d'embauche, les contrats avec les banquiers, les créanciers, les fournisseurs, etc.

Philosophiquement, la restructuration est une méthode visant à repérer des objectifs et des buts, à définir les moyens permettant de les atteindre et à choisir les plus efficaces d'entre eux. Autrement dit, c'est un ensemble de moyens mis en œuvre dans le cadre de la gestion générale de l'entreprise afin de rendre plus efficents et moins coûteux tous les processus internes. Les suppressions d'effectifs et des sites, ainsi que les renégociations des contrats font partie des moyens de restructuration et de rationalisation.

Ces dernières peuvent revêtir plusieurs formes. Par exemple : la réorganisation du groupe, le changement de procédure, de système de décision et de gestion des ressources humaines, ou bien encore la cession ou l'acquisition de nouvelles techniques et compétences. Pour Brandouy (2000, p. 136), les sociétés « qui (recourent) à ces formules [...] (cherchent) à redéployer des actifs afin de se désengager d'un secteur ou d'une entreprise aux perspectives médiocres, ou afin de rétablir une situation financière compromise. Elles peuvent également vouloir redonner une cohérence perdue à leur structure ».

3.2.2.2. La restructuration comme manœuvre stratégique

Thiéart (1993) explique que ce tournant stratégique est lié étroitement à la rupture économique de 1974, car l'ouverture de la crise semble avoir joué dans la stratégie d'entreprise comme un effet accélérateur et que les avantages longtemps attribués à la diversification ont changé. En effet, ce phénomène a été observé dans les années 1980 avec un important degré de spécialisation. Comment et Jarrell (1992) et William (1993) ont établi qu'entre 20 % et 50 % des « 500 fortunes » se sont recentrés entre 1981 et 1987, entraînant selon Williams *et al.* (1988) une réduction de la diversification et un repli des entreprises sur leurs activités principales. Ces recherches ont été confirmées au début des années 1990 par Bowman et Sinhg (1990) et Jensen (1991).

Lewis (1990) constate que la moitié des grandes firmes américaines se sont restructurées dans les années 1980. L'étude de Porter de 1987 recense 3 788 opérations d'acquisitions concernant 33 grands groupes américains entre 1950 et 1986. Il estime que plus de la moitié de ces acquisitions a été cédée ultérieurement et que 70 % de ces cessions ne touchaient que 14 groupes. Concernant l'effet des restructurations sur le personnel lors des fusions/acquisitions, Lehto et Böckerman (2008) observent une réduction importante au niveau du nombre de personnes lors des opérations transfrontalières. Pour Gugler et Turtoglu (2004), ils déduisent une réduction en Europe de 10 % du nombre d'employés.

Enfin, Hoskisson et Turk (1990) résument et schématisent la stratégie associée à la restructuration des actifs en figure 3.5.

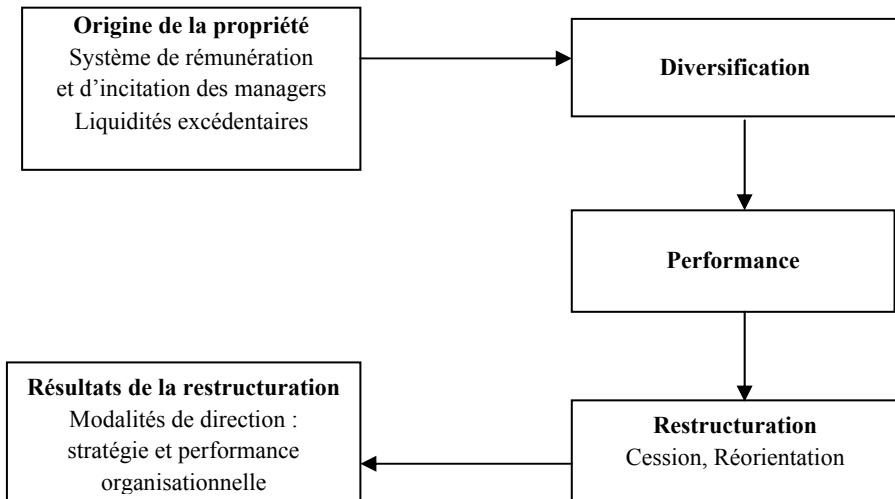


Figure 3.5. Stratégie associée à la restructuration des actifs selon Hoskisson et Turk (1990)

Ces chercheurs estiment que, grâce à la présence de liquidité abondante et au système d'incitation des managers, les entreprises se lancent dans des opérations de diversifications pour augmenter leurs performances. Si ces dernières ne sont pas au rendez-vous, ces firmes procèdent à des cessions et des restructurations en se tournant vers de nouvelles stratégies organisationnelles comme la spécialisation. Celle-ci à son tour peut être choisie ou elle peut être la résultante d'une restructuration due à plusieurs opérations hasardeuses. Batsch (1992) pense que ces évolutions et ces changements ne sont que des trajectoires stratégiques évidentes dont le désengagement n'est qu'une facette.

Quant à Anand et Singh (1997), ils estiment que la restructuration est une stratégie de bien meilleure qualité que la diversification dans le cas d'industrie en déclin. Pour démontrer cette évolution de la diversification amenant les firmes à la restructuration, le processus élaboré par Hoskisson, Hitt et Hill (1995) est expliqué en figure 3.6.

D'après ces auteurs, les firmes se restructurent uniquement sur quelques activités, et leur retour à la situation d'origine est la conséquence d'une prise de conscience de l'augmentation du risque. Ce constat incite les dirigeants à chercher à réduire le risque d'OPA et de perte de contrôle en se restructurant, et ainsi de suite dans un processus cyclique. Concernant la performance de cette stratégie, Loh *et al.*

(1995) pensent que le retour à la restructuration ayant pour but le recentrage entraîne une appréciation de la valeur des titres de la société qui y recourt.

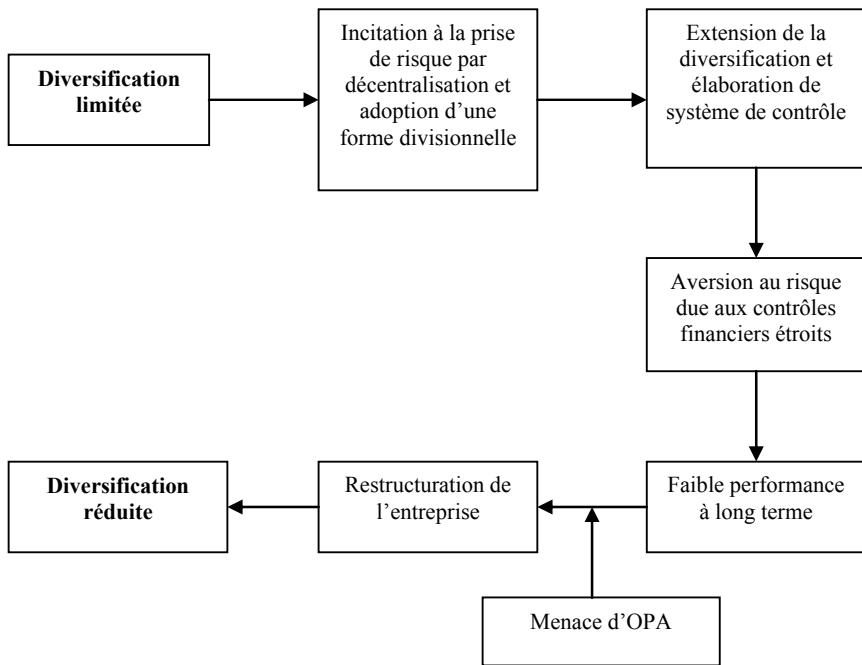


Figure 3.6. Le processus de la diversification des entreprises selon Hoskisson et al. (1995)

Appuyant cette théorie, le chercheur Sentis (1998) établit que la stratégie de restructuration semble être appréciée par les marchés financiers et il résume les raisons poussant aux désinvestissements dans quatre points :

- l'amélioration d'une situation financière dégradée ;
- le recentrage et la réorganisation ;
- l'abandon d'actifs indésirables ;
- l'obtention de financement nécessaire à la croissance.

Faisant suite à ces cessions, d'après Klein (1986) et Markides (1992a-b), les cours boursiers des entreprises qui y recourent passent de 0,5 % à 1,66 %. Montgomery *et al.* (1984) constatent que les firmes qui réalisent des désinvestissements en exposant

clairement leur stratégie suivie (si c'est une concentration sur le métier de base ou non) constatent une réaction favorable des marchés financiers. Dans le même sens, de nombreuses études (Hite *et al.*, 1987 ; Sicherman et Pettway, 1987 ; Montgomery et Thomas, 1988) ont montré une amélioration de la performance boursière pendant la période de restructuration des cédants. Ces résultats sont confirmés également par Comment et Jarrel (1992) et Markides (1995) qui ont conclu qu'il y a une augmentation de la rentabilité et de la valeur de la firme suite à une réduction des secteurs d'activité.

Néanmoins, cette politique de recentrage reste critiquée pour plusieurs raisons : le coût de restructuration, de l'augmentation de risque d'échec et de la perte du savoir-faire et des routines. C'est pourquoi Bowman et Singh (1990) estiment qu'une annonce de restructuration n'entraîne pas nécessairement des rendements anormaux significatifs. De même, Amburgey *et al.* (1990) pensent que le changement est hasardeux car il est destructeur des habitudes et des pratiques de la firme. Enfin, Duhaine et Grant (1984) et Schleifer et Vishny (1991) montrent que les restructurations ne sont pas toujours associées à une amélioration des résultats, et peuvent parfois mener à des performances inférieures à celles précédant le désinvestissement.

3.2.3. Conséquences des restructurations

3.2.3.1. Le chemin vers la spécialisation

Les acquisitions horizontales, comme nous l'avons souligné auparavant peuvent être des stratégies de spécialisation qui permettent un retour vers le métier de base en consolidant les activités les mieux maîtrisées. Ce processus de développement externe horizontal qui s'accompagne d'une politique de désengagement aboutit souvent à une forte spécialisation qui demeure une voie logique et rationnelle pour des produits en phase de démarrage. D'après Marchesnay (1992, p. 773), cette stratégie « permet aux grandes firmes de revenir aux grands principes de la spécialisation ricardienne en cherchant à concentrer leurs efforts et leurs activités, là où elles sont les plus compétitives : on parlera de stratégie de recentrage ». Cet auteur ajoute que le recentrage sur le métier consiste « à déterminer les technologies que maîtrise fondamentalement la grande entreprise et sur lesquelles elle est à même de disposer d'un avantage compétitif ».

Hatfield *et al.* (1996) ont étudié 3 602 firmes américaines entre 1981 et 1989 et ont prouvé que l'accroissement de 16,8 % du niveau de diversification liée est dû globalement au recentrage des entreprises. Ils confirment que la médiane du ratio de spécialisation a augmenté de 10,6 %. Cette stratégie marquée par une grande concentration a été soulignée par Comment et Jarrell (1995) en précisant que la proportion des firmes n'ayant qu'une seule branche s'élève de 38,1 % à 55,7 %.

Au cours de la dernière décennie, le recentrage sur un métier fondamental semble avoir été l'objectif de toutes les entreprises (Campo, 2006). Le retour à la spécialisation ressort de la volonté de l'entreprise qui se trouve dans l'obligation d'effectuer des réorganisations et des remodelages au sein de sa structure.

À ce titre, les opérations de fusions/acquisitions horizontales mènent parfois à la spécialisation en incitant les sociétés à procéder à la fois à des acquisitions et des cessions afin de se recentrer sur leur métier de base. Cette stratégie de concentration peut être aussi le résultat direct de plusieurs acquisitions horizontales hasardeuses. Le cas du groupe Danone, en 2000 en est l'exemple. En cherchant à se concentrer sur ses métiers de base, les produits laitiers, les biscuits et les emballages, le groupe a procédé à plusieurs cessions et acquisitions en même temps.

Enfin, l'évolution des caractéristiques des fusions/acquisitions ainsi que de la stratégie de restructuration engendre des mouvements et des changements pour provoquer ensuite des cessions et des recentrages sur le métier de base, comme précisé dans la figure 3.7. Ces restructurations et désinvestissements ne sont pas toujours imposés, mais ils peuvent être choisis comme étant une solution rapide afin de s'adapter à une nouvelle situation concurrentielle ou d'améliorer la rentabilité de l'entreprise.

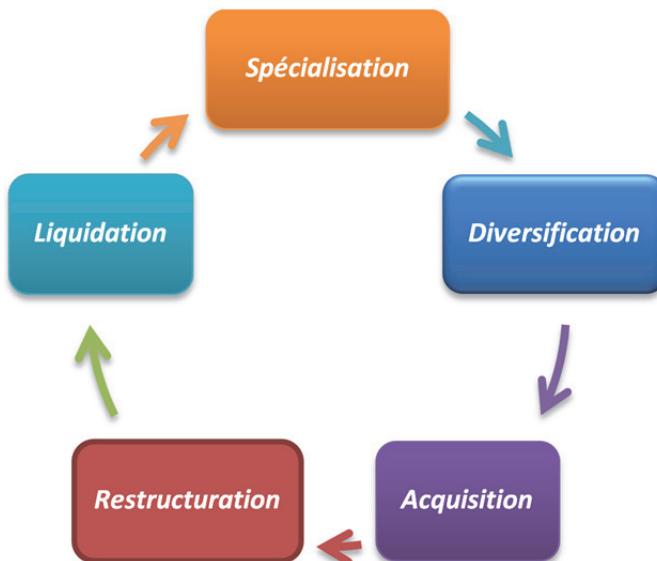


Figure 3.7. Le cercle des effets de la diversification

Une telle spécialisation présente des avantages et des inconvénients, et entraîne une amélioration de la valorisation de l'entreprise sur le marché car de nombreux travaux (Bhagat *et al.*, 1990 ; Kaplan et Weisbach, 1992 ; Lang et Stultz, 1994 ; Comment et Jarrell, 1995) ont démontré que la rentabilité boursière des entreprises spécialisées est supérieure à celle des entreprises diversifiées. Thiétart (1993, p. 162) souligne aussi que « *parmi les avantages, il y a tout d'abord une plus faible complexité de gestion que celle que l'on peut observer chez les entreprises diversifiées. [Cela] facilite la clarté des objectifs et la définition des orientations de la firme. [...] Les responsables peuvent concentrer leurs efforts sur les choix fondamentaux de la firme et sur leur mise en œuvre* ». Il poursuit en exprimant le fait que cette spécialisation permet aux responsables de développer une image unique auprès de leur clientèle et d'anticiper l'évolution de leurs besoins.

Toutefois, cette stratégie ne reste pas sans risque et comporte trois inconvénients majeurs : le premier est la grande dépendance de l'entreprise de son marché. Un petit changement de son environnement risque d'avoir de lourdes conséquences sur la survie de la firme ; le second consiste en l'affrontement de la société aux lois antitrust. Cette barrière donne l'occasion aux concurrents, moins importants aux yeux de la loi, de réaliser des regroupements à sa place ; le troisième est le danger du vieillissement de son produit.

3.2.3.2. Fusions/acquisitions et restructurations

Puisque les fusions/acquisitions ont un effet contagieux, une multiplication de ces opérations dans le monde a été constatée sous forme de fusions, restructurations, cessions, acquisitions, désinvestissements, retours au métier de base, etc. Tous ces éléments sont liés entre eux et s'influencent. Le fait de chercher à éviter de tomber sous la domination d'un tiers, à s'adapter à une nouvelle situation, à échapper à une crise ou bien à devancer un concurrent génère de nombreuses vagues de fusions/acquisitions.

Ce cerceau de trajectoires fait émerger le marché de contrôle, et ce cercle de mouvements contribue à favoriser l'évolution de la recherche scientifique. La figure 3.8 présente la relation et l'interconnexion entre ces éléments.

Ces changements dans la courbe de la vie des entreprises (spécialisation, diversification, acquisition, croissance, cession et restructuration) motivés par diverses raisons ont donné lieu à de nombreux mouvements de fusions/acquisitions dans le monde poussant les groupes à modifier leur stratégie afin de se conformer à la globalisation financière tout en favorisant l'émergence du marché de contrôle des dites opérations.

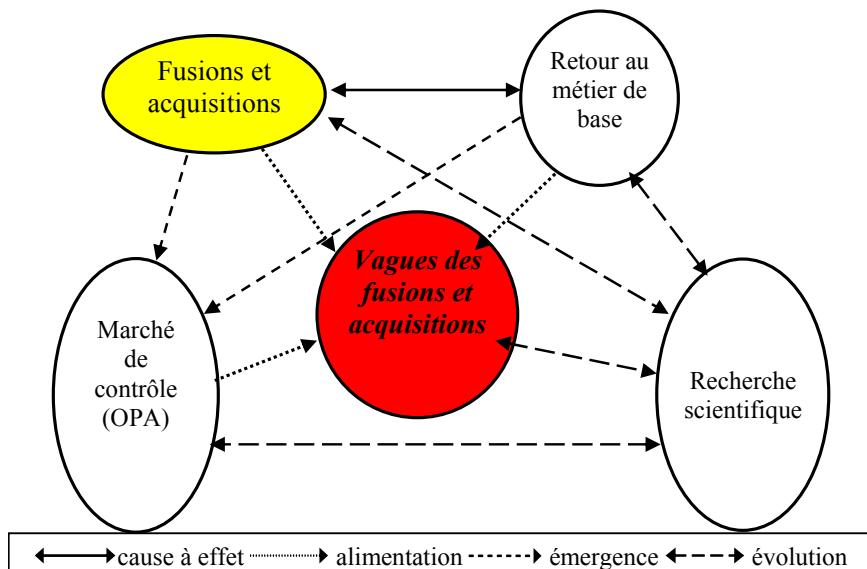


Figure 3.8. Vélo des causes et conséquences des fusions/acquisitions

Il est remarquable de constater que cet enchaînement nourrit et se nourrit de la recherche scientifique qui développe d'autres concepts et éventualités. Au final, tous les éléments sont rassemblés pour permettre l'émergence du marché de contrôle sous forme d'OPA en incitant les sociétés cibles à se concentrer sur leur cœur de métier par désinvestissement. Ce marché de contrôle joue un rôle disciplinaire en régulant le comportement déviant des managers.

Une croissance externe sans limites et sans risque relève de l'impossible et une extension des activités sans failles n'existe pas. Pour son développement, l'entreprise doit profiter des chances stratégiques que lui offre son environnement tout en gardant un œil sur ses fondamentaux. Une fois que la firme atteint une taille critique, la maîtrise de son environnement à la fois interne et externe devient difficile et ses clients commenceront, par conséquent, à lui échapper.

Ainsi, l'entreprise se trouve dans l'obligation de revoir sa stratégie de croissance externe. Les sociétés procèdent, donc, en priorité par la liquidation des domaines qui sont difficilement maîtrisables ou bien peu ou pas rentables, puis se concentrent sur leurs métiers de base en acquérant d'autres activités qu'elles maîtrisent mieux.

Chapitre 4

Motivations et performances des fusions/acquisitions

Lors des fusions/acquisitions, la création de valeur, les résultats trouvés et leurs interprétations ont souvent suscité des points de vue différents. Si certains auteurs pensent que les fusions/acquisitions créent de la valeur, d'autres trouvent qu'elles sont destructrices de valeur. Elles permettent à quelques actionnaires de réaliser des profits et à d'autres de perdre leur investissement. Certes, elles demeurent un moyen de développement et de croissance rapide, mais parfois aussi, le chemin le plus court vers la catastrophe.

Les fusions/acquisitions peuvent donc se traduire par des échecs ou se concrétiser par des réussites. Dans la littérature, ces dernières sont généralement remplacées par la création de valeur où sa mesure est toujours délicate et sa réalisation n'est pas toujours au rendez-vous. Si elle répond aux exigences souhaitées, elle contribue à améliorer la performance de l'entreprise, si non elle la dégrade.

Dans ce chapitre, nous détaillerons les différentes définitions données aux termes performance, synergie et création de valeur, ainsi que les performances positives et négatives des fusions/acquisitions. Quels sont alors les déterminants responsables de cette amélioration ou cette détérioration de la performance ? Si elle est négative, pourquoi ? Y a-t-il d'autres motivations qui poussent les managers à entreprendre ce genre d'opérations ?

4.1. Motivations des fusions/acquisitions

Hubbard (2013) propose sept raisons de poursuite des acquisitions, à savoir : la recherche de ressources, l'intégration verticale, l'entrée dans un marché, le suivi des

clients, les économies d'échelle, l'amélioration de la part de marché, les incitations fiscales, et la différenciation. Donc, créer de la valeur revient pour l'entreprise à atteindre ses objectifs qui ne sont pas facilement identifiables ou ne sont pas toujours au rendez-vous à cause de la motivation initiale de l'opération. Le résultat final dépend souvent de la motivation initiale. Nous pouvons ainsi distinguer les acquisitions qui visent à améliorer la position et le pouvoir de l'entreprise et celles qui visent à réaliser des profits financiers à court terme en redressant l'entreprise acquise. Il convient d'ajouter à ces objectifs logiques, les motivations opportunistes comme le comportement égoïste des managers et la recherche d'enracinement des dirigeants.

4.1.1. La recherche de synergies

Selon Brueller *et al.* (2016), les entreprises utilisent les fusions/acquisitions pour accélérer leur croissance, utiliser et développer des compétences, accéder à des actifs coûteux et réduire la concurrence. Berkovitch et Narayanan (1993), ont étudié 330 offres publiques entre 1963 et 1988 et ont démontré que le gain de synergie potentielle fait partie des motivations de ces opérations, que les profits potentiels des firmes et le profit total sont corrélés positivement, et que l'augmentation des estimations du profit total signifie un profit pour chaque entreprise. L'initiateur estime obtenir un gain de synergie grâce à la combinaison de ses ressources et de celles de la cible. Selon ces chercheurs, les managers des deux entreprises recherchent à maximiser la richesse de leurs actionnaires. Berkovitch et Narayanan précisent également que la répartition du profit découle de leurs pouvoirs de négociation. Par exemple, le pouvoir de négociation de la cible peut résulter de la surenchère du marché ou bien de sa capacité à résister à l'acquisition.

Seligmann-Feitosa *et al.* (2014) postulent que les opérations de fusions/acquisitions sont considérées comme des mouvements compétitifs de rétention ou de création de ressources stratégiques et intangibles, permettant de raccourcir le temps d'accumulation de ces ressources. Quant à Walker (2000), il distingue six motifs opérationnels ou stratégiques dans les regroupements. Grâce à Predicasts F&S Index et Wall Street Journal Index, il a étudié 278 opérations de rapprochement réussies durant la période 1980-1996 et a constaté que les regroupements intersectoriels représentaient 42 % et les regroupements unisectoriels 58 %. Dans ces derniers, la motivation stratégique dominante est d'accroître leur présence géographique pour 10 % d'entre eux, d'augmenter la part de marché 13 %, de développer l'intégration verticale 17 % et d'élargir la gamme de produits 18 %.

D'après Walker, la diversification d'activités (le regroupement multisectoriel) est autant espérée que la concentration (le regroupement unisectoriel). De même, l'objectif de la concentration réside dans la recherche de synergie d'exploitation, notamment, la complémentarité verticale, les économies de gamme et les économies d'échelle. Ce

constat signifie que les acquéreurs œuvrent pour leurs actionnaires sans exclure pour autant le désir managérial de dominer plus d'espace de marché et d'actif. Dans le prolongement de ses explications, cet auteur pense que la diversification signifie plus de synergies financières que de synergies d'exploitation, qui répondent davantage aux ambitions des managers ou des actionnaires dominants. Ses apports sont résumés dans le tableau 4.1.

Objectif de l'opération	Motivation de l'opération	Objectif de l'opération	Synergie dominante
Concentration	Expansion géographique (10 %)	Économies d'échelle et croissance géographique	D'exploitation
	Augmentation de la part de marché (13 %)	Accroître les parts de marché et réduire la concurrence	D'exploitation
	Intégration verticale (17 %)	Renforcer sa position en amont et/ou en aval	D'exploitation
	Extension de la gamme de produits (18 %)	Économies de gamme	D'exploitation
Diversification	Diversification avec synergie opérationnelle (19 %)	Créer des synergies complémentaires	Financière et d'exploitation
	Diversification sans synergie opérationnelle (23 %)	Entrer dans un secteur à forte croissance	Financière

Tableau 4.1. *Les motivations des fusions/acquisitions selon Walker (2000)*

Walker exprime aussi que la diversification mène au conglomérat dont la taille peut devenir grande avec des formes pyramidales, et par conséquent, avec des dirigeants à sa tête qui peuvent s'enrichir sur le compte des petits actionnaires. Et, il confirme que, depuis 1980, les regroupements ont plutôt des objectifs stratégiques de concentration (conforme notamment aux synergies opérationnelles) que de diversification (conformes notamment aux ambitions managériales et aux synergies financières).

Dans une autre étude du Commissariat général au Plan (2002, p. 202), on souligne que « dans la période récente, la plupart des fusions/acquisitions ont été motivées

principalement par des considérations d'accès au marché ou par une valorisation boursière supérieure ». Cette même analyse décrit les fusions comme un mode d'accès privilégié des connaissances et des compétences stratégiques. Donc, l'acquisition de ressources humaines hautement qualifiées ou rares à travers des processus de fusions demeure de plus en plus présente et fréquente (Creswell, 2001).

Plus généralement, Shrivastava (1986) a identifié les différents objectifs d'une fusion/acquisition comme suit : exploiter de multiples synergies, acquérir une technologie, croître rapidement, stimuler les achats, augmenter la part de marché d'un domaine ou d'un produit et réduire la concurrence. Appuyant cette idée, Porter (1983) parle de la réduction de la pression concurrentielle qui est due à l'accroissement des barrières à l'entrée. Cette pensée de l'augmentation du pouvoir de marché a été reprise par Mueller (1992) et Focarelli et Panetta (2003) qui précisent que sa principale source est la réduction du nombre d'acteurs dans le secteur en réduisant ainsi l'intensité concurrentielle.

L'ensemble de ces motivations sont reprises également par Meier et Schier dans leurs études (2006) qui les divisent en trois principaux objectifs stratégiques résumés dans les tableaux de la figure 4.1.

<i>Les motifs stratégiques offensifs</i>	<i>Les motifs stratégiques défensifs</i>	<i>La recherche de synergie opérationnelle</i>
<p>1. Accroître son pouvoir de domination et d'influence</p> <p>2. Capter des ressources spécifiques</p> <p>3. Prendre une position sur un nouveau marché</p> <p>4. Se renouveler, se régénérer</p>	<p>1. Consolider sa position dans des secteurs à maturité</p> <p>2. S'adapter aux évolutions technologiques</p> <p>3. Acquérir une taille critique</p> <p>4. Entraver les actions d'un concurrent gênant</p> <p>5. Limiter les entrées au sein d'un secteur</p>	<p>1. Synergies de coûts liées aux effets de volume</p> <p>2. Synergies de coûts liées au partage de ressources</p> <p>3. Synergie de croissance</p>

Figure 4.1. Objectifs et motivations stratégiques des fusions/acquisitions selon Meier et Schier (2006)

Enfin, Hayn (1989) en se concentrant sur l'optimisation fiscale a remarqué que les économies fiscales conditionnent le type de règlement offert et le choix de la cible.

D'une part, en cas de règlement en espèces, les profits réalisés grâce aux titres cédés s'exposent à l'impôt dans la même année, mais en cas de règlement en titre, l'impôt est reportable jusqu'à leur cession. En effet, si la cible est imposée et si les actions sont payées au comptant, l'initiateur doit donc majorer sa prime d'un dédommagement équivalant à la perte fiscale. Par conséquent, son choix de mode de paiement ou de cible en sera influencé.

D'autre part, Hayn pense que l'initiateur peut obtenir un profit fiscal grâce aux crédits d'impôt non utilisés et aux pertes reportées de la cible, ainsi qu'à l'augmentation de l'actif amortissable.

Le travail de Shih (1994) s'inscrit dans le même sens, il a étudié la motivation fiscale dans les fusions/acquisitions conglomérales où les firmes concernées par le regroupement ont des bénéfices peu corrélés. Leur fusion indiquerait plusieurs avantages :

- les éléments déductibles fiscalement seraient utilisés totalement plutôt que reportés avec des pertes de valeur. Autrement dit, si l'une des parties a des gains trop bas pour bénéficier pleinement de ses crédits d'impôt, l'autre pourrait en avoir assez pour en jouir ;

- si l'une des parties devient douteuse, l'autre pourrait avoir plus de fonds pour lui venir en aide. Donc, avec un risque de faillite décrû, les entreprises peuvent augmenter leur capacité d'endettement et profiter en conséquence d'économies fiscales plus importantes tout en baissant la probabilité que les avantages fiscaux soient entièrement perdus à cause des problèmes de faillite ;

- la réduction rapide de l'assiette fiscale par le biais de l'utilisation des économies d'impôt telle que l'accroissement des actifs amortissables et l'obtention des crédits d'impôt pour la recherche et développement et les investissements.

Shih estime que la fréquence des rapprochements devrait varier avec le gain d'impôt. Il remarque que les entreprises rectifient leur structure financière afin de s'adapter à un éventuel regroupement congloméral en se finançant davantage par endettement. Il ajoute qu'une relation négative entre la corrélation des bénéfices et le degré d'endettement optimal serait observée du fait que le rapprochement congloméral se réalise entre entreprises ayant des profits peu corrélés. Il en conclut que ce dernier résultat soutient l'hypothèse de la co-assurance et que la principale motivation conglomérale serait de nature fiscale.

4.1.2. Peut-on penser à des motivations non économiques ?

4.1.2.1. La situation de la cible comme motivation

Amit *et al.* (1989) ont étudié les motivations d'offres publiques selon l'hypothèse de Jensen (1986) impliquant que le profit potentiel de l'acquéreur s'accroît avec les coûts d'agence de la cible, engendrés par des pratiques abusives de ses dirigeants (forcément hostiles aux OPA) et en fonction de la situation de la cible. Puisque les dirigeants sont poussés à surinvestir, les coûts d'agence s'accroissent grâce aux excédents de liquidités. Par contre, en cas de cible déficitaire et favorable à l'OPA, les coûts d'agence seront moins élevés. Ceci a poussé Shleifer et Vishny (2003) à expliquer l'existence même des fusions/acquisitions par la sous-évaluation ou la surévaluation des actifs de la cible. À ce titre, Amit *et al.* (1989) proposent trois types de cibles : les cibles déficitaires, les cibles engendrant de grands profits et les autres cas intermédiaires. Ils concluent que seule la deuxième catégorie génère un profit élevé pour l'acquéreur en cas de remplacement des dirigeants de la cible permettant ainsi une réduction des coûts.

Pour les cibles déficitaires, Clark et Ofek (1994) trouvent que le rapprochement est parmi les solutions les moins explorées pour corriger ce manque de performance. Ils ont vérifié l'efficacité de l'opération de sauvetage en étudiant la performance ultérieure de 38 firmes acquises en état de manque de performance entre 1981 et 1988. À cette fin, ils ont recouru à cinq indicateurs de performance et huit indicateurs de manque de performance afin d'examiner l'aptitude des acquéreurs à redresser la cible déficitaire. Leurs résultats ont montré le non-succès de l'opération de regroupement et que l'acquéreur ne réussissait pas à remanier la cible. Ces chercheurs n'ont pour autant pas exprimé que l'opération d'absorption était un mauvais choix puisqu'on ne connaît ni le pourcentage de réussite des autres méthodes de redressement, ni celui d'absence de redressement.

4.1.2.2. Les motivations disciplinaires

Servaes (1994) sur la base de l'hypothèse de Jensen (1986) suggère qu'en présence de liquidité, les dirigeants privilégièrent plutôt de surinvestir que de verser des dividendes aux actionnaires. Il trouve que les opérations de fusions/acquisitions peuvent jouer un rôle de discipline en ce qui concerne les dirigeants de la cible en les évinçant ou en les redressant afin de privilégier les intérêts des actionnaires. L'auteur rappelle plusieurs résultats pouvant montrer que les rapprochements sont disciplinaires. Par exemple, une réduction importante des immobilisations dans les entreprises privatisées où la discipline se concrétise en raison du fait que les dirigeants devenus propriétaires se préoccupent davantage d'investir judicieusement.

Martin et McConnell (1991) ont essayé d'identifier la motivation disciplinaire sans se soucier des motifs ordinaires. À cet effet, ils ont réuni 253 offres publiques

réussies entre 1958 et 1984 en proposant que le remplacement de la tête de la cible après l'opération corresponde à un motif disciplinaire. Ils remarquent que la motivation de synergie engendre une efficience de regroupement des deux firmes, et que la motivation disciplinaire génère un changement des dirigeants incompétents. Leurs résultats montrent également que le taux de rotation des dirigeants des entreprises cibles augmente significativement quand leur performance précédente est insuffisante ou inférieure à la moyenne du secteur.

Franks et Mayer (1996) ont analysé pareillement le rôle disciplinaire des offres publiques en se basant sur les opérations hostiles en 1985-1986 au Royaume-Uni. Ils ont vérifié si ces cibles étaient moins performantes avant l'acquisition et ont connu un redressement important de leur direction et de leur structure. Ces chercheurs parviennent aux résultats suivants :

- après l'opération, au moins 10 % de vente d'actifs sont constatées dans 53 % des offres hostiles contre 26 % dans des offres amicales ;
- dans 90 % des opérations hostiles, les administrateurs de la cible sont évincés contre 50 % dans les opérations amicales. D'après ces auteurs, dans le cas des OPA disciplinaires où la direction de la cible est plus remaniée, il est nécessaire que la prime offerte soit plus élevée.

Ghosh et Lee (2000) ont comparé la motivation disciplinaire qui cherche à minimiser les coûts d'agence avec la motivation de synergie. Leurs conclusions suggèrent que le motif disciplinaire est dominant. Ils exposent que l'hypothèse de discipline s'accorde avec des cibles ayant des rendements anormaux élevés et qui voient leurs performances à long terme devenir négatives. Cependant, pour les cibles ayant des rendements anormaux moyens, celles-ci voient leurs performances à long terme augmenter, ce qui s'accorde avec l'hypothèse de recherche de synergie. Enfin, pour les cibles ayant des rendements anormaux faibles, aucun changement significatif de la performance à long terme n'est constaté.

4.1.2.3. Les motivations personnelles des managers

Seyhun (1990), en essayant de mettre en avant le comportement des managers grâce à leurs transactions, a testé l'hypothèse selon laquelle les initiatives de rapprochement venant de managers peuvent être motivées par des ambitions personnelles afin de régner sur plus d'actifs tout en cherchant à sécuriser leur emploi. L'auteur suppose que les dirigeants réduisent l'achat de titres et/ou augmentent leur vente, s'ils pensent que le projet de rapprochement peut faire baisser la valeur des actions de leur firme à cause du surpaiement de la cible.

Afin de vérifier cette hypothèse, Seyhun a constitué deux échantillons d'entreprises entre 1975 et 1986 en respectant deux principes : le premier correspond aux transactions des dirigeants d'entreprises non concernées par l'OPA (neutres) pendant la même période, et le second correspond aux transactions des acquéreurs passées avant l'OPA. Ses conclusions montrent un certain optimisme avant l'annonce de ces derniers qui diminuent leurs ventes et augmentent leurs achats avant l'OPA. Il confirme cette hypothèse par le fait que le niveau de transactions de ces acquéreurs pendant la période de l'OPA et la suivante revient au même niveau que celui des entreprises neutres.

En fonction de sept variables, Saint-Pierre (1991) a essayé également de mesurer l'opposition des cibles aux offres publiques hostiles. Ce chercheur s'est concentré davantage sur la cible que sur l'acquéreur comme chez Seyhun (1990). Il a testé deux hypothèses, la première des bons managers qui peuvent refuser une OPA s'ils ne la trouvent pas assez enrichissante pour leurs actionnaires, et la seconde des managers égoïstes qui font passer leurs intérêts avant ceux des actionnaires et leur opposition à l'OPA devrait croître avec leur manque d'efficacité de gestion. Il constate que plus la rémunération des dirigeants de la cible est corrélée à sa performance, moins ces dirigeants s'opposent aux OPA et plus ils agissent dans l'intérêt de leurs actionnaires. Donc, si l'opposition vient de dirigeants égoïstes, alors la motivation est personnelle, par contre, si elle émane de dirigeants exemplaires, alors la motivation est économique.

4.1.2.4. *La confiance excessive des dirigeants*

Pour tenter d'expliquer différemment les fusions/acquisitions, Roll (1986) a proposé l'hypothèse d'orgueil (hubris) des dirigeants en dressant une liste de plusieurs études rappelant les attentes de l'acquéreur et la cible.

Études	Résultats	Compatible avec les attentes
Attente : la valeur de la cible augmente, car l'acquéreur la surévalue		
Bradley <i>et al.</i> (1983)	Après avoir augmenté, la valeur de l'action de la cible baisse à son niveau initial en l'absence d'acceptation	Oui
Asquith (1983)	En cas de plusieurs offres, la valeur de l'action de la cible augmente de 7 % et retombe de 8 % en cas de retrait des offres	Oui

Études	Résultats	Compatible avec les attentes
Attente : la valeur de l'acquéreur baisse, car il paye trop cher la cible		
Ruback (1982, 1983)	Le profit de la cible est plus élevé que la perte de l'acquéreur	Oui > Non
Eger (1983), Firth (1980), Ruback et Mikkelsen (1984), Dodd (1980), Varaiya (1985)	Des rendements anormaux significatifs et négatifs chez l'acquéreur ont été constatés	Oui (5 fois)
Asquith (1983)	Les acquéreurs ne réalisent que des gains mineurs non significatifs	Non
Attente : la valeur globale de l'acquéreur et la cible baissent, car la perte de l'acquéreur dépasse le gain que lui procure la cible		
Firth (1980), Asquith et al. (1983), Malatesta (1983)	Le gain global est négatif, les pertes des acquéreurs sont plus élevées que les gains des cibles	Oui (3 fois)
Bradley et al. (1982, 1983a)	La cible gagne plus que le profit ou la perte de l'acquéreur	Non (2 fois)
Varaiya (1985)	La perte de l'acquéreur augmente avec le profit de la cible	Oui et non

Tableau 4.2. *Les attentes de l'acquéreur et de la cible selon le recensement de Roll (1986)*

D'après cette étude, Roll (1986) analysant la sélection par le marché de contrôle remet en cause les interprétations de Jensen et Ruback (1983) tout en adhérant à la théorie d'agence. Selon lui, de nombreuses fusions/acquisitions se réalisent uniquement parce que les dirigeants des entreprises acquéreuses surevaluent leurs compétences et surestiment les synergies attendues de l'opération en ignorant la *winner's curse*¹. De ce fait, ces hypothèses démontrent la tendance des managers à surpayer les cibles.

1. On peut la traduire par la « malédiction du gagnant ».

Dans un autre article, Hietala *et al.* (2003) se basent sur l'approche de Roll (1986) fondée sur la théorie d'orgueil et de Morck *et al.* (1990b) fondée sur la théorie d'enracinement, pour analyser l'acquisition, en 1994, de Paramount Pictures par Viacom et les surenchères qui l'ont précédée par la compagnie QVC. Afin d'estimer la juste valeur de la cible, ces chercheurs ont observé l'évolution de la valeur des titres à chaque annonce d'offre concurrente. Si une hausse du cours des titres de l'entreprise ayant fait l'objet de la première offre est constatée, cette offre est considérée comme insuffisante, car l'offre du nouvel arrivé réduit la chance que celle-ci soit acceptée. Par conséquent, l'évolution de la valeur des actions permet d'estimer la prime d'acquisition due à l'optimisme du dirigeant.

Par leur étude, Hietala *et al.* (2003) confirment l'hypothèse d'orgueil des dirigeants parce que, d'une part, Viacom a surpayé l'entreprise Paramount Pictures de presque 1,5 milliard de dollars et, d'autre part, les deux tiers du capital de Viacom appartenaient à son P.-D.G. Ces auteurs estiment enfin que leurs conclusions confirment les déductions de Morck *et al.* (1990b) établissant que les fusions/acquisitions permettent aux managers de poursuivre leurs intérêts managériaux, même s'ils en sont actionnaires.

S'inscrivant dans cette démarche, Malmendier et Tate (2004) ont analysé l'influence de l'excès de confiance des managers sur les fusions/acquisitions. En mobilisant un échantillon de 477 entreprises américaines, ils ont mesuré cet excès par la conservation ou non des stock-options par les managers et par le recours à la presse financière en identifiant des mots-clés attachés à la confiance et à l'optimisme. Les résultats montrent une corrélation négative entre les rendements anormaux de l'acquéreur et le degré de confiance ainsi qu'une corrélation positive entre le nombre de fusions/acquisitions et le degré de confiance des managers. Ils ajoutent que cette interaction s'accentue lorsque les entreprises disposent d'une importante capacité d'endettement et d'une trésorerie abondante.

4.1.3. Causes et conséquences des motivations

4.1.3.1. Synthèse des motivations des fusions/acquisitions

Le tableau 4.3 présente quelques études traitant des motivations des fusions/acquisitions, ainsi que leurs résultats.

Année	Chercheurs	Thèmes traités	Résultats
1986	Roll	Confiance excessive des managers	Cette confiance excessive est à l'origine de plusieurs regroupements
1989	Hayn	Motivation fiscale	La motivation fiscale est validée

Année	Chercheurs	Thèmes traités	Résultats
1990	Seyhun	Motivation personnelle des managers	Le conflit d'intérêts n'est pas validé
1991	Martin et McConnell	Motivation de synergie, motivation disciplinaire	La motivation disciplinaire est validée
1991	Saint-Pierre	Motivations d'opposition à une OPA	L'opposition est liée à la performance de la cible et la rémunération des managers
1993	Berkovitch et Narayanan	Gain de synergie potentielle, motivations personnelles des managers, surenchère due à la surévaluation	Les résultats mettent en avant la recherche de synergie et les motivations personnelles des managers
1994	Shih	Motivation fiscale dans les opérations conglomérales	La motivation fiscale est validée dans les opérations conglomérales
1996	Franks et Mayer	Motivation disciplinaire dans les OPA hostiles	La motivation disciplinaire n'est pas validée
2000	Walker	Objectifs de concentration, objectifs de diversification	58 % des firmes étudiées visent la concentration et 42 % visent la diversification
2000	Ghosh et Lee	Recherche de synergie, motivation disciplinaire	La motivation disciplinaire est validée

Tableau 4.3. Quelques études sur les motivations des fusions/acquisitions

Le travail de Damodaran (2001) expose ces motivations en les reliant à la situation de la cible. Il pense que si la motivation :

- est l'exploitation de la sous-évaluation, la cible est sous-cotée ;
- réside dans les avantages de la diversification, la cible opère dans un secteur différent de celui de l'acquéreur ;
- est les synergies d'exploitation, la cible opère dans le même secteur que l'acquéreur et a du potentiel de croissance ;
- est les synergies financières, la cible peut procurer des économies d'impôts, la cible ne peut pas emprunter à un taux normal, la cible est en manque de liquidité, la cible a des projets rentables, etc. ;
- est disciplinaire, la cible doit être mal gérée et moins performante ;
- est personnelle, la cible a une grande taille et des perspectives de rémunération importantes...

En résumé, nous pouvons classer les motivations des fusions/acquisitions en quatre grandes catégories : déterminants stratégiques, financiers, opportunistes et ceux relatifs à l'appropriation de ressources. La figure 4.2 reprend l'ensemble de ces motivations.

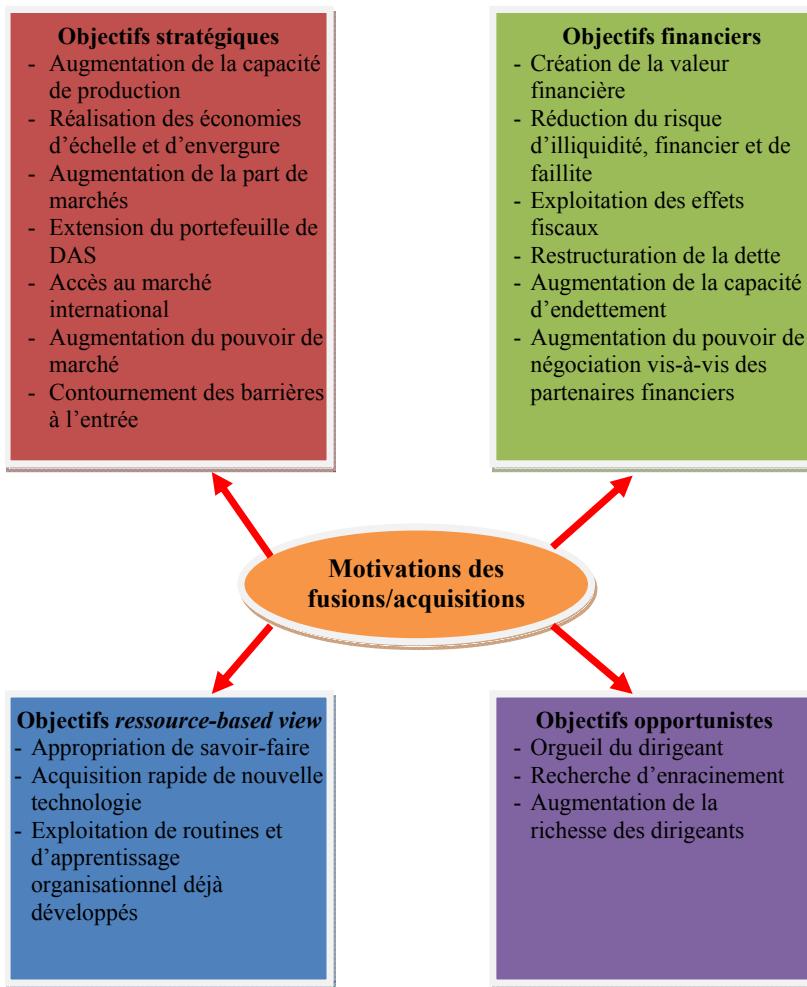


Figure 4.2. Les motivations des fusions/acquisitions

Soulignons que l'existence d'objectifs nobles et l'utilisation de moyens efficaces ne garantissent pas pour autant la réussite de la fusion ou l'acquisition, et que parmi les motivations que nous avons déjà citées, certaines entraînent en même temps, directement ou indirectement l'échec de l'opération.

4.1.3.2. Relation motivation, objectifs et vagues des fusions/acquisitions

Dans un graphique traçant l'évolution d'une vague de fusions/acquisitions, nous avons recensé tous les objectifs et toutes les motivations selon plusieurs périodes.

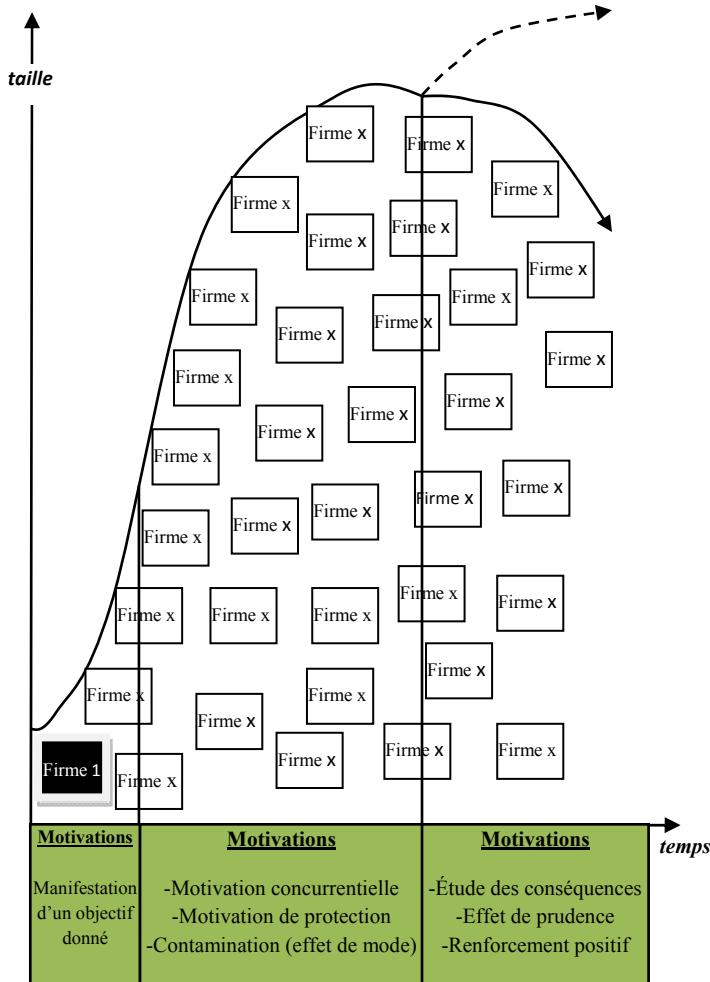


Figure 4.3. Vagues et motivations des fusions/acquisitions

L'opération d'acquisition pourrait être motivée par un ou plusieurs objectifs parmi les vingt énumérés dans la figure 4.2. Ainsi, les autres entreprises du même secteur suivent la même tendance, mais avec des motivations différentes. En fait, pour garder le même pouvoir concurrentiel que la firme 1, les concurrents vont chercher à accroître leur

taille et se lancer dans des opérations de croissance externe. À leur tour, elles influenceront d'autres entreprises. Dans le même sens, pour se protéger d'un concurrent devenu récemment puissant grâce à une fusion ou une acquisition, les cibles potentielles peuvent se lancer également dans ce genre d'opérations en influençant à leur tour d'autres entreprises.

L'élément déclencheur de ces acquisitions n'est pas toujours rationnel et objectif puisque les émotions, les valeurs et les plaisirs peuvent intervenir. Nous pouvons ainsi évoquer les apports de la finance comportementale, en citant certaines formes d'excès de confiance comme la surestimation des aptitudes et des connaissances, et la perception de la réalité et du futur. Aussi, quelques entreprises, défiant les règles de la bonne gestion, étudient la question d'une fusion ou acquisition par simple mimétisme en cherchant à rendre la question rationnelle et objective. De même, lorsque le marché est au plus fort de son exagération haussière, certains dirigeants, par crainte de rater la vague, s'empressent de surenchérir sur leurs concurrents, ou même, sur des acteurs dont ils ne connaissent pas vraiment le métier.

Il est enfin intéressant de souligner que n'importe quelle firme lambda peut devenir la firme 1 et déclencher, par conséquent, une vague de fusions/acquisitions. Le vent accélérateur de cette vague peut à son tour toucher d'autres secteurs et provoquer d'autres vagues.

4.2. Performances des fusions/acquisitions

Les termes performance, synergie et création de valeur sont étroitement liés. La réalisation de synergies revient à parler de création de valeur et la notion de création de valeur est associée à son tour à la notion d'effet de synergie. Mais l'entreprise qui crée de la valeur ou exploite les synergies potentielles, est-elle performante ? La littérature évoque la performance financière, la création de valeur et la réalisation de synergies sans comprendre nécessairement le sens de chaque terme. La définition de ces concepts reste toujours ambiguë, car leurs mesures ainsi que leurs interprétations ne font pas toujours l'unanimité. Ajoutons à ce postulat le constat que les résultats de recherches scientifiques sur la performance sont divergents et n'aboutissent pas aux mêmes conclusions. Pareil pour leurs causes qui comprennent une panoplie de raisons.

4.2.1. Pourquoi ne dit-on pas tout simplement « le succès » ?

4.2.1.1. Le concept « performance »

La définition de la performance recouvre plusieurs explications dont le sens est spatiotemporel. Elle est contextualisée par le domaine de recherche et le progrès

scientifique en affinant au fur et à mesure sa conception. Toutefois, une grande partie des recherches traitant de la performance des fusions/acquisitions fait allusion à la création de valeur et à la réalisation de synergie. On peut ainsi parler de plusieurs performances de l'entreprise et non pas d'une seule performance.

En effet, « si le type de performance recherchée peut différer d'une entreprise à une autre, il peut également varier selon le type d'acteurs. Il est possible, en prolongeant la théorie des stakeholders (Freeman, 1984), d'interpréter la performance selon les enjeux des différents acteurs qui composent l'organisation ou qui y détiennent un intérêt. Pour les uns, la dimension financière ou comptable sera prédominante, tandis que pour d'autres, la dimension consommateur-produit, sociopolitique ou encore celle des emplois sera prégnante. [...] Dans les études empiriques, la performance est souvent étudiée en matière de résultat de l'action : les mêmes indicateurs sont utilisés pour toutes les entreprises. Mais la pertinence de ces indicateurs n'est pas assurée pour chacune de ces entreprises en raison de leurs spécificités et des objectifs stratégiques qu'elles poursuivent. [...] Au final, si ces études mesurent la valeur comparative d'une performance sur de larges échantillons, elles ne fournissent pas d'indications suffisamment précises pour permettre à une entreprise donnée d'engager une action » (Gilbert et Charpentier, 2004, p. 3).

« En revenant aux origines étymologiques, on constate que le terme français et le terme anglais sont proches et signifient l'accomplissement pour évoquer par la suite l'exploit et le succès » (Gauzente, 2000, p. 146). Bourguignon (1995) pense que même si la définition du terme performance ne fait pas l'unanimité, il reste très utilisé dans les recherches scientifiques. Il ajoute que la définition de la performance peut s'articuler autour de trois aspects : un succès (chaque firme se focalise sur sa propre définition de la réussite), le résultat d'une action (absence de jugement de valeur) et une action (la performance correspond à un processus).

Dans ce sens, Allouche *et al.* (2003) ont recensé une multitude d'indicateurs de performance utilisés dans la littérature des sciences de gestion : productivité du travail, performance perçue, chiffres d'affaires, cours boursier, satisfaction client, rentabilité du capital, qualité, turnover, taux de profit, croissance des ventes, etc. Dans leur article intitulé « La mesure de la performance des fusions-acquisitions », Navatte et Schier (2008) évoquent des apports récents concernant la mesure de création de valeur suite à ces opérations en ne faisant cependant référence qu'aux études basées sur les rendements anormaux.

Morin *et al.* (1994) citent quatre concepts théoriques de la performance. Le premier est économique : il traduit les perspectives des propriétaires et des dirigeants en termes économiques et financiers comme la politique de dividendes et la croissance de l'activité.

Le deuxième est social : il découle des dimensions humaines de l'entreprise. Le troisième est systémique : il met l'accent sur l'efficacité organisationnelle de la firme. Le quatrième est politique : il se base sur la critique des autres concepts qui sont en liaison directe avec l'organisation pour montrer qu'en disposant de leurs propres caractères la performance peut être jugée par les individus.

Finalement, Dess et Robinson (1986) ont étudié la possibilité d'entamer des mesures subjectives et objectives de la performance. Ils se sont appuyés sur un échantillon de 22 entreprises en réalisant des entretiens avec le directeur général et les cadres. Ces auteurs appréhendent la performance objective par la perception du directeur général de la rentabilité financière (ROA) et de la croissance du chiffre d'affaires, et mesurent la performance subjective selon deux modalités : (1) les objectifs que le dirigeant et les cadres pensent avoir accomplis en termes de ROA et du CA, (2) les objectifs globaux que ces dirigeants et cadres pensent avoir réalisés. Les résultats dévoilent que les mesures subjectives et objectives sont positivement corrélées avec le ROA, la croissance du CA et les objectifs globaux. Ces chercheurs rappellent que même si ces résultats sont positifs, les mesures économiques objectives de la firme restent préférables.

4.2.1.2. Le concept « synergie »

Le concept de synergie relève plus du langage journalistique. Souvent, nous entendons dans la presse que les opérations d'acquisitions permettent de réaliser, de renforcer, de dégager, d'exploiter, etc. les synergies. Les définitions les plus anciennes du terme synergie sont celles de Weston (1953) et Ansoff (1965). Mais déjà bien avant ces auteurs, la racine de ce mot se trouvait dans la culture grecque sous l'appellation *synergos* qui signifie « travailler ensemble ». Selon ces deux auteurs, la réalisation de synergie est le fait que la somme de deux éléments est plus grande que leur contribution personnelle ($2 + 2 > 4$ ou $2 + 2 = 5$). En bref, le concept de synergie est efficace, car il est utile pour résumer et condenser (Monin et Vaara, 2005).

D'une façon plus concrète, qui dit réalisation de synergies, dit création de valeur supplémentaire obtenue grâce à un regroupement de deux ou plusieurs entités. À cet égard, Husson (1987) pense que la synergie est un supplément de valeur constitutif à un regroupement d'entreprises et qui ne peut exister que par la réalisation effective du regroupement. La définition de Strategor (2016) va dans le même sens, c'est-à-dire que c'est le fait que deux activités exercées en commun ont une meilleure rentabilité que lorsqu'elles sont exercées séparément. Quant à Ansoff (1989), il la définit comme l'effet par lequel la firme peut obtenir de l'exploitation de ses ressources un rendement combiné supérieur à la somme de ces éléments. Ce chercheur estime que la réalisation de synergie dépend de trois éléments : une baisse du coût d'exploitation, une augmentation des bénéfices et/ou une diminution des besoins d'investissement.

Le regroupement de deux ou plusieurs entreprises devrait donc améliorer leurs performances grâce à la mise en commun de moyens de production, de marchés potentiels, de forces de vente, etc. et même des compétences managériales. À cet effet, Moss Kanter (1989) parle des « post-entrepreneurial corporations »² qui font de la recherche des synergies l'objet central de leur stratégie, car elles cherchent à s'assurer que chaque secteur contribue en quelque chose aux autres. Dans un schéma démonstratif, Chaterjee (1986) distingue trois catégories de synergies :

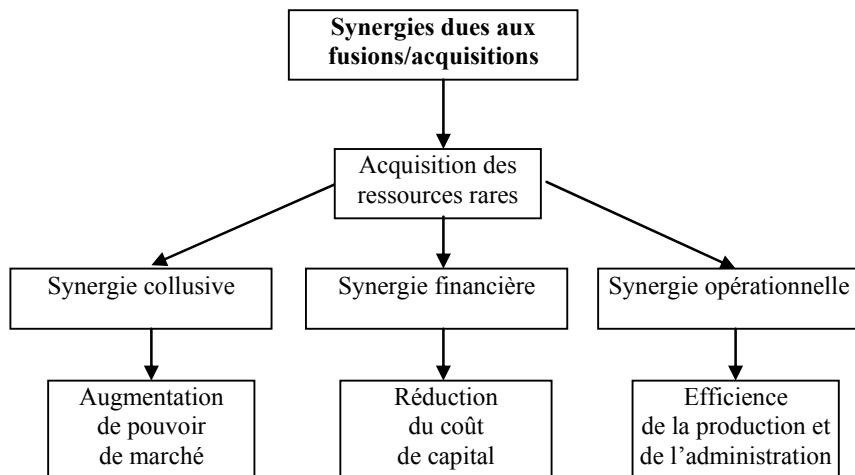


Figure 4.4. Les catégories de synergies selon Chaterjee (1986)

D'après Chaterjee, la synergie opérationnelle correspond aux ressources permettant l'efficience de l'administration et de la production ; la synergie financière correspond aux ressources permettant la réduction du coût de capital et la synergie collusive correspond aux ressources permettant l'augmentation du pouvoir de marché.

4.2.1.3. *Le concept « création de valeur »*

Les économistes sont les premiers à avoir étudié le concept de création de valeur *via* les taux d'intérêt et les flux de trésorerie. Les travaux les plus anciens sont ceux de Fisher (1907, 1930) et de Williams (1938) qui ont proposé une définition de la valeur en associant le prix d'un actif aux revenus qu'il est susceptible de procurer. Puis, dans les années 1980 et 1990, ce terme a été particulièrement mis en avant par de nombreux

2. Les sociétés post-entrepreneuriales.

auteurs comme Hax et Majluf (1984), Rappaport (1986), Ohlson (1990, 1992), Stewart (1991), Feltham et Ohlson (1995), etc.

Parmi les éléments facilitant le développement de ce concept, nous trouvons tout d'abord la croissance des taux d'intérêt et la libéralisation des marchés financiers qui ont accru la concurrence entre les agents privés et publics sur les marchés de capitaux. L'internationalisation croissante des économies a augmenté aussi cette concurrence entre les entreprises qui recourent de plus en plus à des capitaux privés pour financer leur croissance et suivre l'évolution technologique. Par conséquent, ces événements ont changé le regard sur les firmes et sur leurs pratiques, et leur succès est ainsi devenu conditionné par leur performance.

Le second facteur explicatif du développement de la création de valeur est la montée en puissance des actionnaires, notamment des investisseurs institutionnels. En effet, les fonds de pension, les investisseurs étrangers et les autres organismes gérant les produits d'épargne collective se sont révélés plus exigeants en matière de rentabilité et de gouvernement d'entreprise. Cette évolution a poussé les sociétés à adopter une politique de communication financière répondant aux besoins des apporteurs de capitaux. À ce titre, la théorie d'agence montre que l'objectif premier de l'équipe dirigeante est de maximiser la richesse des propriétaires de la firme, c'est-à-dire de créer de la valeur actionnariale. Cette dernière peut alors provenir soit de l'augmentation future de la valeur de l'action en cas de revente, soit des dividendes qu'elle permet de procurer. Notons que ces concepts proviennent du terme anglo-saxon *shareholder value* qui peut se traduire en français par « valeur pour l'actionnaire » ou « valeur actionnariale ».

Hirigoyen et Caby (1998) pensent que la valeur au sens large trouve son fondement pour l'économiste dans l'utilité. Ils rappellent les propositions néoclassiques qui permettent d'en comprendre la nature : la valeur d'usage se mesure par l'utilité marginale et la valeur d'échange repose sur la valeur d'usage. La détention de l'action ne donne donc pas seulement droit aux récompenses financières, mais aussi aux récompenses immatérielles qui se résument dans le droit de s'exprimer dans les organes démocratiques de la firme. Dans ce cas, en parlant de richesse, on peut parler également de puissance. Le travail de Comte-Sponville (1998) s'inscrit dans ce sens en disant qu'il est possible que quand on évoque la valeur pour l'action, on puisse parler de la valeur qu'elle a (son prix d'échange) ou bien de la valeur qu'elle est (la force qu'elle confère).

Rechercher la définition de la valeur d'une action implique la recherche de la position de celui qui la recherche vis-à-vis de l'action recherchée. Autrement dit, Novartis et Bouygue ne perçoivent pas de la même façon la valeur de l'action Sanofi-Aventis, car ce dernier est un concurrent direct de Novartis. C'est ce qui a poussé Modigliani et Miller à dissocier la valeur financière de la valeur stratégique. Cette

dissociation est fonction ($P = f(V_s, n, p)$) de valeur stratégique (V_s), nombre d'acquéreurs potentiels (n) et personnalité de l'acquéreur (p). Force est de constater que le prix observé sur le marché pourrait n'indiquer que la valeur mathématique que l'action représente à un moment donné, et non pas la valeur qu'elle représente aux yeux de tel ou tel analyste. Ceci explique le montant de certaines transactions sans mesure avec leur valeur mathématique.

Dans le cadre des fusions/acquisitions, Rappaport (1986) propose trois équations fondamentales pour exprimer la création de valeur et sa répartition :

(1)	Valeur créée par l'acquisition	$=$	Valeur des sociétés combinées	$-$	$\left[\begin{array}{c} \text{Valeur} \\ \text{intrinsèque} \\ \text{de l'acheteur} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Valeur} \\ \text{intrinsèque} \\ \text{du vendeur} \end{array} \right]$
(2)	Prix maximum acceptable à payer au vendeur	$=$	Valeur intrinsèque du vendeur	$+$	Valeur créée par l'acquisition
(3)	Valeur créée pour l'acheteur	$=$	Prix maximum acceptable à payer au vendeur	$-$	Prix nécessaire pour prendre le contrôle du vendeur

Figure 4.5. Découpage de la création de valeur selon Rappaport (1986)

Rappaport (1986) pense, tout d'abord, que la valeur créée suite à l'acquisition (1) est la différence entre la valeur totale de la nouvelle entité (les deux sociétés après l'acquisition) et la somme de leurs deux valeurs avant l'acquisition. Ensuite, il déduit que le montant maximum à payer pour l'acquisition (2) correspond à la somme de la valeur de la société acquise et la valeur qui serait créée par l'acquisition (1). Enfin, il conclut que la valeur créée pour l'acquis (3) serait la différence entre le prix maximum de la société acquise (2) et le coût généré par sa prise de contrôle.

4.2.2. Performances des fusions/acquisitions

4.2.2.1. Performances positives

Une étude de Moeller *et al.* (2004) sur 12 023 opérations entre 1980 et 2001 met en avant un gain anormal moyen de 1,1 %. Une autre étude réalisée par Andrade *et al.*

(2001) sur 3 688 opérations entre 1973 et 1998, montre une rentabilité anormale moyenne de 1,8 %. En se basant sur l'étude d'événement et sur un échantillon de 253 OPA entre 1958 et 1980, Martin et McConnell (1991) ont mesuré la création de valeur et concluent que la rentabilité anormale est significativement différente de zéro et toujours positive autour de la date d'annonce. En s'inspirant des travaux de Malatesta (1981) et de Bradley *et al.* (1988), Seth (1990) constate que les opérations de croissance externe sont créatrices de richesse. Dans leur recherche de 1983, Jensen et Ruback regroupent plus d'une vingtaine d'études de croissance externe pour conclure à un accroissement significatif de la valeur de l'acquéreur et de l'acquis. Ces résultats ont été confirmés par Jensen en 1993.

Pour élargir le champ des auteurs se penchant sur la création de valeur dans les fusions/acquisitions, on peut ajouter l'article de Schipper et Thompson (1983) qui montre que pendant la période de 1 mois à 36 mois après l'acquisition, les entreprises réalisent des gains de 18,7 %. Conclusion confirmée par Balakrishnan (1988) en étudiant le cas de la société IBM. Citons pareillement les travaux de Barnes (1984), Cartwright *et al.* (1987), Huang et Walking (1987), Doukas et Travlos (1988) et Jennings et Mazzeo (1991) qui déduisent que les rendements anormaux autour de la date d'annonce sont positifs, pouvant aller jusqu'à + 20 % (Wansley *et al.*, 1983). De leur côté, Healy *et al.* (1992) mettent en évidence, dans une recherche concentrée sur les fusions, que les entreprises optant pour ce genre d'opération réalisent des performances économiques significatives³. Cet accroissement de la valeur est le résultat d'un accroissement de la productivité qui est dû au rapprochement de deux entreprises ayant des activités similaires. Dans ce sens, Chatterjee et Lubatkin (1990) estiment que les acquisitions liées créent de la valeur grâce aux synergies industrielles.

Cependant, le nombre d'études concernant les marchés français reste très faible par rapport aux études américaines. Citons par exemple Navatte (1978), Husson (1990) et Albouy (2000) qui constatent que les rendements anormaux sont positifs, mais statis-tiquement non significatifs. Résultat confirmé par Caby (1994) qui distingue que les fusions/acquisitions ne créent pas de valeur. Par contre, Hubler et Meschi (2000) trouvent des résultats plus significatifs, mais dans le contexte des acquisitions complémentaires. Sur une période de 1991 à 1997, Bessière (1998) trouve des résultats positifs et significatifs en déduisant que les opérations d'acquisitions sont créatrices de valeur, et la capacité de la générer dépend du pouvoir de marché de l'acquéreur.

3. La performance économique est mesurée par la différence entre le chiffre d'affaires, le coût des biens vendus et les dépenses commerciales et administratives, ramenée à la valeur de marché des actifs (valeur action + dettes comptables).

Il convient aussi de remarquer que l'augmentation de la valeur profite plus aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur (Jensen et Ruback, 1983 ; Bradley, Desai et Kim, 1988 ; Seth, 1990 ; Martin et McConnell, 1991 ; Healy *et al.*, 1992 ; Jensen, 1993 ; Bessière, 1998 ; Borg, 2000 ; Martynova et Renneboog, 2006).

Mais bien souvent, la réussite de ces opérations et la création de valeur ne sont pas toujours au rendez-vous. Dit autrement, d'autres auteurs concluent à une destruction de la valeur lors des opérations de fusions/acquisitions.

4.2.2.2. Performances négatives

Moeller *et al.* (2005) trouvent que 43 % des montants engagés dans les fusions/acquisitions entre 1998 et 2001 se sont soldés par des pertes. Dans une étude de 2007, ces auteurs déduisent que les cibles rachetées en actions génèrent une rentabilité anormale de -2,3 %. Dans le même sens, Betton *et al.* (2008) constatent que les grandes firmes payant leur cible en actions réalisent des rendements anormaux de -2,2 %.

En réalité, si les managers savaient que leur opération serait un échec, ils ne l'auraient pas entreprise. Chaque fois qu'une opération de fusion ou d'acquisition échoue, des performances négatives sont constatées. Ces dernières sont considérées comme étant une destruction de la valeur. Comme le signalent Holmstrom et Kaplan (2003), il y a une surabondance de travaux empiriques et théoriques dans ce domaine, chacun d'eux a un pouvoir explicatif, mais aucun travail n'explique tout. La figure 4.6 met en avant les pourcentages d'échecs selon plusieurs auteurs.

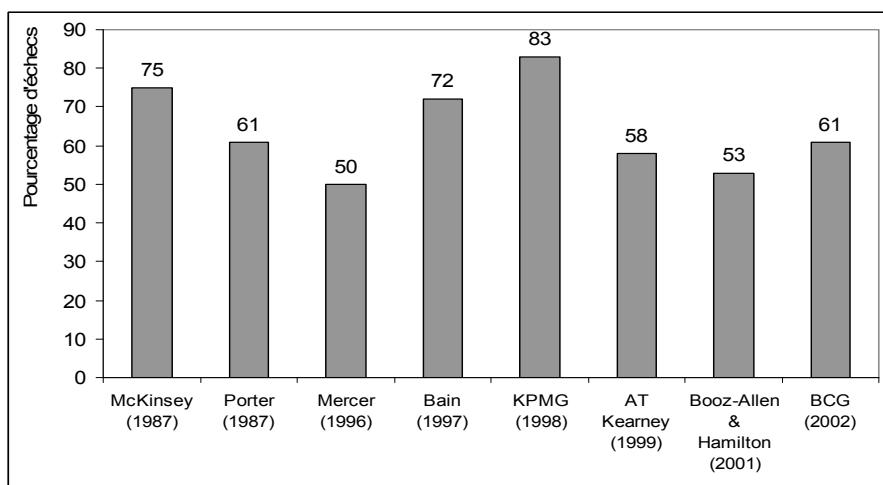


Figure 4.6. Pourcentage d'échecs des fusions/acquisitions
(source : Jansen, 2002 ; Pautler, 2003)

Pour tenter de démontrer la mauvaise performance des fusions/acquisitions, nous commençons par Pettway et Trifts (1985) et Mathur et De (1989) qui constatent que les rendements anormaux deviennent négatifs avec le temps, notamment pour l'acquéreur. Ensuite, Pettway et Yamada (1986) dans le contexte japonais, et Limmack (1991) dans le contexte américain et anglais trouvent que les fusions/acquisitions mènent à la destruction de valeur. Pour soutenir cette thèse, les tests de Franks et Broyles (1977) et Gregory (1997) montrent qu'il y a une très faible création de valeur pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse, voire une destruction de valeur, quels que soient le secteur et l'époque. Gregory précise également que deux ans après l'acquisition, les rendements anormaux sont significativement négatifs pour l'acquéreur. De même, Barnes (1984) pense que, du fait du manque d'information et si les objectifs initiaux ne sont pas atteints, les rendements anormaux diminuent par la suite.

Moeller *et al.* (2005) se sont concentrés sur les actionnaires des firmes acquéreuses réalisant des pertes supérieures à un milliard de dollars pendant la période 1998-2000. Ils constatent que le rendement anormal cumulé de ces opérations est de -10,6 % et qu'elles ne représentent que 2,1 % tandis que leur perte représente 43,4 % de l'ensemble des pertes enregistrées (87 opérations sur un total de 4 136 et 397 milliards de dollars de pertes sur un total de 554 milliards de dollars). Kaplan et Weisbach ont effectué, en 1992 une étude sur 291 acquisitions aux États-Unis déroulées entre 1971 et 1982. Il paraît que 44 % des acquisitions se sont traduites par des liquidations avant fin 1989 à cause de l'échec de l'opération. Ils observent que ces firmes réalisant une rentabilité équivalente à celle de leur secteur, voient cette dernière se dégrader, et ce d'autant plus que l'on approche de la date de cession. Suite à ces échecs, Ravenscraft et Scherer (1987) pensent que les désinvestissements sont de l'ordre de 20 %. Chez Porter (1987) et Young (1981), ils sont de l'ordre de 50 %.

À cet égard, des résultats décevants ont été constatés et étudiés (Anslinger et Copland, 1999 ; Datta *et al.*, 1992 ; Fowler et Schmidt, 1988). Porter (1987) montre que les acquisitions sont souvent revendues avec une perte. Agrawal *et al.* (1992) trouvent que, cinq ans après une fusion, les résultats baissent de 10 %. Plus encore, l'étude de The Economist (2000) de 150 opérations de fusions et d'acquisitions réalisées au niveau mondial estime qu'un tiers d'entre elles n'a apporté que des profits mineurs. Quant au cabinet Solving (1994), en analysant 118 opérations, il observe que, trois ans après l'acquisition, une opération sur dix arrive à augmenter la rentabilité de l'acquéreur et une opération sur deux serait un échec.

Dans le contexte français, Caby (1994) a réalisé une étude couvrant la période de 1970-1990 en utilisant des mesures comptables. Son échantillon contient près de 140 entreprises. Il conclut qu'il n'y a pas de création de richesses suite à une opération de fusion/acquisition, ni en faveur de la cible ni en faveur de l'acquéreur.

4.2.3. Causes d'échec des fusions/acquisitions

4.2.3.1. Causes liées à la période de préparation

Même si les études n'apportent pas de résultats empiriques, les raisons de ces échecs sont nombreuses et se croisent entre elles. Elles sont d'ordre managérial (Shrivastava, 1986 ; Gerpott, 1995 ; Shrallow, 1985 ; Datta, 1991), stratégiques (Bettis, 1981 ; Salter et Weinhold, 1979), culturelles (Weber et Schweiger, 1989) ou politiques (Hunt, 1990 ; Van de Ven et Bastien, 1986). D'autres auteurs se sont intéressés directement aux personnes qui interfèrent dans ce genre d'opérations et à leur comportement. Comme nous l'avons cité auparavant, ces managers privilégiant leur propre intérêt sur l'intérêt de la communauté peuvent conduire à l'échec de ces opérations⁴.

Charman (1999), Habeck *et al.* (1999) distinguent trois phases dans les processus de fusions/acquisitions : la phase de préfusion, la phase de combinaison et d'intégration des partenaires et la phase de solidification de la nouvelle entité. Ces étapes sont le plus souvent utilisées pour analyser les aspects stratégiques, financiers, ou encore marketing des fusions/acquisitions. Schuler et Jackson (2001) montrent qu'il est tout à fait possible de les utiliser pour décliner les implications et les actions reliées aux dimensions ressources humaines des fusions/acquisitions. Au cours de ces différentes phases, l'opération de fusion/acquisition reste très risquée parce qu'elle se déroule dans un environnement très incertain (asymétrie d'information élevée).

Pendant toute cette période d'acquisition, le dirigeant est l'acteur-clé du processus en raison du contexte spécifique des fusions/acquisitions (Duhaine et Schwenk, 1985). En effet, comme le décideur est doté d'une capacité cognitive limitée, un nombre d'heuristiques qui peuvent s'exercer chez lui se révèle erroné et amène à des manœuvres cognitives abusives favorisant le développement d'actions anormales chez le dirigeant (Fredrickson et Mitchell, 1984).

Dans ce sens, Barabel et Meier (2002) recensent trois erreurs effectuées par le décideur lors d'une opération de fusion/acquisition pendant la phase de préparation, quatre pendant la phase de négociation et cinq pendant la phase d'intégration. Ensuite, ils attachent une attention particulière aux facteurs renforçant l'apparition de ces erreurs chez le dirigeant. Ils mentionnent la pression temporelle, les expériences antérieures réussies, la qualité de l'entité acquise, la confiance excessive accordée aux experts et l'homogénéité de l'équipe de décision. En parlant des équipes, nous pouvons citer également d'autres acteurs qui peuvent influencer de loin ou de près le succès de l'opération selon leur curiosité et leur poids dans le processus, tels que : le conseil

4. Orgueil, enracinement, accumulation des mandats, etc. Voir le titre traitant le marché de contrôle et le titre traitant les motivations des fusions/acquisitions.

d'administration, les financiers, les stratégies, les juristes, les actionnaires, les partenaires financiers, les avocats, les experts, etc.

À ce titre, Pochet (2000) a consacré un article à l'indépendance de l'expertise et de l'audit d'acquisition dans les opérations de fusions/acquisitions en étudiant le cas d'Aérospatiale-Matra. Elle conclut que le succès de l'audit d'acquisition dépend de la qualité des informations fournies par les entreprises concernées. Néanmoins, cet audit devient délicat une fois qu'il est confronté au choix des méthodes d'évaluation. Ainsi, Kal *et al.* (2003) montrent que les opérations conclues par des experts de grande réputation réussissent mieux que les autres et que le recours à ces experts est d'autant plus élevé en cas d'opération hostile et de grande taille (Servaes et Zenner, 1996). Cependant, Free (1983) et Hunt (1990) pensent que les experts sont habituellement des financiers et des avocats qui n'abordent pas les facteurs sociaux, culturels et humains qui sont souvent les facteurs d'échec de ce type d'opérations. Suivant le même développement, Eccles et Crane (1988) et Gosselin (1989) constatent que les experts peuvent être dotés d'un comportement opportuniste.

4.2.3.2. Causes liées à la période d'intégration

Des chercheurs se sont penchés sur l'étude de la période d'intégration et ont mis l'accent sur l'importance de cette phase dans la réussite de l'opération de fusion/acquisition (Haspeslagh et Jemison, 1991 ; Chatterjee *et al.*, 1992 ; Csizar et Schweiger, 1994 ; Larsson et Finkelstein, 1999 ; Schweiger et Goulet, 2000 ; Schweiger et Very, 2003). À ce titre, Napier (1989) souligne que les principales raisons d'échecs résident dans les problèmes liés aux ressources humaines. « L'intégration est donc pour l'acheteur une période particulière à gérer. [...] Seul un management efficace centré sur une compréhension des questions culturelles et humaines peut permettre de réaliser cet objectif » (Meier et Schier, 2006, p. 195). Par conséquent, plusieurs recherches tendent à montrer que le contrôle du processus d'intégration constitue l'un des déterminants de la réussite des fusions/acquisitions (Jemison, 1987 ; Haspeslagh et Farquhar, 1987). Giroux et Dumas (1996) parlent, ainsi, de l'intégration planifiée, l'intégration émergente et l'intégration conjointe et mettent en avant le rôle de la communication lors de cette phase.

Jaeger (1987), quant à lui, voit que l'élément organisationnel qui détermine le résultat d'une acquisition reste la culture des organisations impliquées. Même si les aspects stratégiques indiquent que la diversification sera un succès, il se peut qu'une grande différence culturelle entre les partenaires réduise à rien tous ces espoirs (Wilkins, 1983). Jaeger (1987) se base dans son article sur le modèle de Schein (1985) pour proposer trois niveaux d'organisation culturelle : artefacts et créations, valeurs, et croyances fondamentales. Ces croyances, ces normes et ces valeurs ont une logique qui donne une orientation claire à l'organisation (Sathe, 1985).

4.2.3.3. Autres causes

Il faut noter qu'il y a d'autres éléments qui influencent le rendement et le succès des opérations de fusions/acquisitions, à savoir, le mode de paiement : cash ou par actions (Jensen et Ruback, 1983 ; Travlos, 1987 ; Andrad *et al.*, 2001 ; Faccio et Masulis, 2005 ; Ben Amar et André, 2006 ; Martynova et Renneboog, 2011), l'OPA est hostile ou amicale (Huang et Walkling, 1987 ; Schwert, 2000 ; Martynova et Renneboog, 2006 ; Gregory, 1997 ; Schwert, 2000), le type d'acquisition : diversification reliée ou non (Wansley *et al.*, 1983 ; Chatterjee, 1986 ; Singh et Montgomery, 1987 ; DeLong, 2001 ; Fan et Goyal, 2004), si l'opération est transfrontalière ou non (Lesard, 1995 ; Merchant et Schendel, 2000 ; Eckbo et Thorburn, 2000), l'image, le statut et la taille de l'entreprise acquéreuse et de la cible (Mitchell et Lehn, 1990 ; Fuller *et al.*, 2002 ; Moeller *et al.*, 2004 ; Betton *et al.*, 2008), leur performance financière avant l'opération (Rau et Vermaelen, 1998), l'actionnariat est dispersé ou concentré (Moeller *et al.*, 2005 ; Burkart et Panunzi, 2006), etc.

McSweeney et Happonen (2012) disent que l'engagement, le secret, la concentration et la pression des conseillers externes peuvent créer une situation où l'équipe d'acquisition peut se sentir incapable d'arrêter le processus ou de ralentir son rythme. Dans ce sens, Gole et Hilger (2009), pensent que deux éléments conduisent à l'échec de la transaction de rapprochement : lorsque la transaction présente un niveau de risque inacceptable ou/et lorsque son plan de création de valeur est basé sur des hypothèses sérieusement erronées. Horn *et al.* (2006) affirment que, bien que l'annulation ou la sortie d'un projet d'acquisition puisse être considérée comme un signe d'échec, de tels mouvements sont des stratégies parfaitement normales d'un processus de destruction-creative, mais, l'alternative non acceptée est celle qui engage les ressources de l'entreprise dans des tentatives susceptibles d'échouer à long terme.

PARTIE 3

Création de valeur et ses méthodes de mesure

Chapitre 5

Synergies des fusions/acquisitions

Les bénéfices liés à la diversification sont multiples : renforcement du pouvoir de marché, amélioration des synergies d'exploitation, optimisation fiscale, diminution de la volatilité de cash-flows et accroissement de la capacité d'endettement de l'entreprise. Mais le fait de vouloir isoler et identifier ces sources de synergies dans les fusions/acquisitions revient à vouloir diviser l'entreprise en petits organes et structures indépendants en sachant que ces organes assurent simultanément plusieurs fonctions et sont associés à un sous-ensemble de structures travaillant comme un seul corps. Une mission délicate et difficile.

En dehors de cette liaison complexe, on peut parler de plusieurs sources : sources financières et stratégiques, comme l'exploitation de la sous-performance et la restructuration des services ; sources comportementales comme le transfert de richesse, le pouvoir de faire supporter des coûts et le pouvoir de négociation du plus puissant ; sources managériales comme l'optimisation opérationnelle et l'exploitation des économies d'échelle, etc. On peut également parler des synergies de coûts dues à l'optimisation des dépenses et des synergies de vente dues à l'augmentation des recettes.

Généralement, les bénéfices marginaux de la diversification ont tendance à diminuer du fait que l'entreprise se diversifie hors de son métier principal puisque la rente de l'entreprise diminue au fur et à mesure que les actifs spécifiques sont utilisés. En plus, ces synergies n'interviennent parfois qu'après la mise en commun des fonctions des firmes fusionnées. Leur réalisation ne dépend pas seulement de cette mise en commun, mais également de la capacité de cette nouvelle entité à déployer et gâter les économies potentielles ou inexploitées de chaque fonction.

5.1. Réalisation de synergies ou simple transfert de richesse

Existe-t-il une frontière entre la valeur financière et la valeur stratégique ? Augmenter la part de marché n'implique-t-il pas un accroissement des recettes et, par conséquent, de la valeur boursière ? Traiter de ces questions n'est pas toujours pratique, car les points de rencontre de ces deux domaines sont souvent difficiles à isoler. Le tour optimal d'activité d'une entreprise résulte, donc, d'un arbitrage entre les bénéfices marginaux consécutifs à la diversification et les coûts marginaux supplémentaires engendrés par ce type de stratégie.

5.1.1. Synergies financières

Ces synergies peuvent prendre différentes formes. Une acquisition ou une fusion donne une nouvelle entité ayant des moyens plus importants et différents de ceux avant l'opération. Ce changement permet à l'entreprise créée d'acquérir plus de pouvoirs vis-à-vis de ses partenaires financiers. Ce pouvoir permet à son tour au nouvel ensemble d'imposer ses conditions et d'exiger plus de souplesse en lui conférant par conséquent une augmentation de sa capacité d'endettement et une modification de sa structure du capital. Comme ce changement implique une réévaluation de son coût du capital, logiquement, la nouvelle entité va chercher à l'optimiser, voire à le diminuer afin de créer la valeur.

Du point de vue de Hespelagh et Jemison (1991), la valeur engendrée par les opérations de fusions ou d'acquisitions est captée ou créée. La valeur captée naît grâce à un taux de change favorable (par exemple, la revente de la cible ou d'une partie de son capital à un prix plus élevé que le prix d'achat). La valeur créée naît grâce à la capacité de la nouvelle entité à mieux combiner ses nouvelles ressources (la création de valeur correspond à la baisse du coût unitaire).

Quant à l'économiste Rappaport (1986), il recense deux origines financières de la création de valeur dans les fusions/acquisitions, à savoir : les effets financiers qui englobent la réduction du risque et l'augmentation du potentiel du levier, et les effets fiscaux qui sont liés à la législation américaine. Pour Jensen et Ruback (1983), sans apporter de résultats empiriques, ils suggèrent les pistes suivantes : la réduction des coûts d'agence, les synergies, une meilleure utilisation du management en place, une meilleure utilisation du potentiel fiscal des entités en question, la réduction des coûts de faillite et l'accroissement de la capacité d'endettement.

Globalement, les regroupements d'entreprises permettent la réduction du risque d'illiquidité (Kim et McConnell, 1977 ; Asquith et Kim, 1982 ; Eger, 1983), conduisent

à un meilleur taux d'utilisation des actifs (Healy *et al.*, 1992) et favorisent l'augmentation de la capacité d'endettement (Perdreau, 1998).

5.1.2. Synergies stratégiques

Pour commencer ce paragraphe, référons-nous à Rappaport (1986) que nous venons de citer ci-dessus. Il pense que la troisième source de création de valeur est d'origine stratégique, comme l'amélioration de l'exploitation, les économies d'échelle, le transfert de spécialité technique et managériale et les restructurations d'actifs. Pour Seth (1990), les sources de création de valeur dans les acquisitions horizontales sont les synergies opérationnelles. D'ailleurs, Gaughan (1991) pense que ces dernières se réfèrent à l'exploitation des économies ou au profit d'efficience qui provient des opérations verticales ou horizontales.

Seth (1990) propose trois sources de création de valeur. La première est d'origine stratégique *via* nouveaux modes de fonctionnement (*operating*). La deuxième est aussi d'origine stratégique *via* nouveaux modes de financement (*financing*), et la troisième est d'origine financière *via* diversification de risques. L'auteur met en avant les travaux de Panzar et Willig (1981) sur les économies d'envergure et d'échelle, de Chandler (1962) et Williamson (1981) sur l'amélioration de la direction et de Lewellen (1971) et Higgins et Schall (1975) sur l'effet de coassurance.

Le fait que les opérations de fusions/acquisitions conduisent à la création d'entités économiques plus importantes pourrait laisser penser que ces nouvelles entités seraient incitées à exercer un pouvoir plus important sur le marché, et transférer par conséquent quelques coûts internes aux partenaires commerciaux. Selon Mueller (1992), la principale source de l'accroissement du pouvoir de marché serait la réduction du nombre d'acteurs dans le secteur, facilitant ainsi les multiples formes de coopération et réduisant l'intensité de la concurrence que se livrent les acteurs. À ce titre, Porter (1987) parle de la réduction de la pression concurrentielle qui est due à l'accroissement des barrières à l'entrée. Quant au travail de Stillman (1983), il semble conduire aux mêmes conclusions.

Perdreau (1998, p. 154), quant à lui, remarque que « les synergies d'exploitation ont un impact direct sur le résultat économique de l'entreprise. Les principales économies attendues de telles opérations sont les économies d'échelle et les économies de variété. Les premières visent à améliorer l'efficacité du processus de production par un effet de taille et d'expérience. Les secondes se fondent essentiellement sur un effet de taille dont l'objectif est d'accroître le pouvoir de négociation de la firme face à ses fournisseurs (de biens et services et de capitaux) et à ses clients. Les synergies financières se distinguent nettement des précédentes. Une fusion peut se révéler indirectement profitable pour les actionnaires grâce à l'augmentation de la capacité d'endettement qu'elle autorise ».

À ce stade, certains auteurs ont cru bien faire en cherchant la création de valeur, or, il est remarquable de constater que d'autres parlent d'un déplacement de la valeur et non pas d'une création de la valeur.

5.1.3. Théorie de transfert de richesse

La théorie de transfert de richesse, attribuée à Shleifer et Summers (1988), laisse penser que, parfois, nous n'assistons pas à une augmentation de la valeur, mais plutôt à un déplacement de celle-ci d'une entité à une autre. Bessière (1998), en appliquant la méthode des surplus à l'EVA¹, dissocie la création de valeur et le transfert de valeur. Elle montre que l'augmentation de la valeur peut être obtenue de deux façons : soit en accroissant l'efficience globale de l'entreprise, là on parle de création de valeur ; soit en tirant l'avantage des effets prix, là on parle de transfert de richesse.

En effet, Jensen (1993) et Caby et Hirigoyen (1997) pensent que l'accroissement de valeur trouve son origine dans des transferts de valeur au détriment des créanciers, employés, fournisseurs ou même de la collectivité dans son ensemble, comme la remise en cause de contrats et des accords explicites ou implicites qui unissaient les anciens partenaires. En conséquence, la nouvelle unité peut renégocier les anciens contrats à des conditions plus avantageuses grâce à son nouveau poids. On assiste ainsi à un transfert de richesse des anciens partenaires vers le nouvel ensemble.

Le transfert de richesse par le biais des salariés est la première hypothèse qui a été évoquée dans ce domaine par Shleifer et Summers (1988). Ils affirment que la création de valeur observée suite à une prise de contrôle correspond à un transfert de richesse des salariés vers les actionnaires. Sentis (1998) a aussi traité ce sujet en se demandant s'il n'y avait pas transfert de richesse des salariés vers l'entreprise. Il constate que les sociétés qui ont un ratio « charges de personnel sur valeur ajoutée » élevé et qui recourent aux réductions d'effectifs voient leur résultat net et leur rentabilité des capitaux propres progresser. Même si ces résultats ne sont pas significatifs, il conclut qu'il y a un transfert de la valeur des salariés vers les actionnaires, et pense que, pour une entreprise en difficulté, les managers préfèrent plutôt licencier le personnel afin de baisser les charges plutôt que baisser la rentabilité actionnariale.

Cette approche conduit Charreaux et Desbrières (1998, p. 58) à préconiser une définition plus large de la création de valeur en exprimant que « les mesures de création de valeur pour l'actionnaire reposent sur l'hypothèse traditionnelle que tous les apporteurs de facteurs de production, à l'exception des actionnaires, sont rémunérés à

1. EVA (*Economic Value Added*) est le terme utilisé par la société de conseil Stern-Stewart. Il permet de calculer la création de valeur en ajoutant aux charges le coût du capital.

leur coût d'opportunité. [...] Les actionnaires, créanciers résiduels exclusifs, étant les seuls apporteurs de ressources à recevoir la rente créée par la firme, la valeur créée n'est alors que la mesure de la rente qu'ils perçoivent ».

Enfin, il faut observer que toute augmentation de valeur ne peut provenir de nulle part. Le chimiste français Lavoisier disait : « rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme »². Le proverbe qui dit que « le malheur des uns fait le bonheur des autres » résume un peu cette théorie. Certes, les gagnants ne gagnent que parce que les perdants ont perdu, mais aussi ne gagnent que ce que ces perdants ont perdu. Quand on parle ainsi de création de valeur grâce aux effets fiscaux, ne convient-il pas de parler de transfert de richesse de l'État vers la firme ?

5.2. Sources de création de valeur dans les fusions/acquisitions

L'efficience opérationnelle et managériale se dégage toujours grâce aux hommes et aux machines. Des hommes bien formés, bien gérés et bien motivés améliorent naturellement la qualité et la quantité de production. Cette dernière s'améliore aussi par l'acquisition de nouvelles technologies et de machines plus performantes. La réussite de l'effet de synergie dépend alors de la nouvelle direction qui pilotera les différentes opérations de rapprochement. On peut parler ainsi de croissance organique, d'efficience opérationnelle, de restructuration des actifs, de capacité d'endettement, de réduction du risque financier et d'optimisation fiscale.

5.2.1. Sources de création de valeur stratégique

Dans la perspective de montrer les sources de création (ou destruction) de valeur stratégique, nous supposons qu'il y a deux sources à cette création suite à une fusion ou une acquisition : les ventes et le pouvoir de négociation commerciale acquis grâce à la nouvelle taille. Ces variables sont très liées entre elles et s'influencent mutuellement.

5.2.1.1. Croissance organique et chiffre d'affaires

En profitant des opportunités de croissance, les cibles augmentent leur chiffre d'affaires et leur profitabilité en même temps que leurs dépenses en investissement et en emploi (Boucly *et al.*, 2011). La croissance organique représente donc la croissance de l'activité d'un groupe mesurée généralement par la croissance du chiffre d'affaires. Cette croissance est due à la conquête de nouveaux clients et mesure la part de l'évolution du chiffre d'affaires liée à l'évolution du périmètre de la société d'une année sur l'autre. Son

2. Citation attribuée à Antoine Laurent Lavoisier (1743-1794), chimiste français.

évolution est à la base de toute analyse. Elle correspond à la somme des ventes de marchandises, de produits fabriqués, des prestations de services et des produits des activités annexes.

La croissance en volume mesure l'évolution du chiffre d'affaires liée aux quantités vendues. Par contre, la croissance des prix mesure la part du chiffre d'affaires liée à l'évolution des prix de vente. Ces variables « volumes/prix » ne sont pas indépendantes de l'évolution du marché de l'entreprise. Les prix peuvent être contrôlés par le nouveau groupe grâce à son nouveau pouvoir de marché, à la réduction de la pression concurrentielle et à l'augmentation des barrières à l'entrée (Porter, 1987 ; Muller, 1992 ; Oliver, 2003).

La modification des rapports de force et la croissance de l'activité d'une entreprise sont des moteurs de la création de valeur. Cette modification peut se traduire par une amélioration de la position concurrentielle en imposant de nouvelles pratiques ou bien par son maintien. Une taille plus importante permet de gagner des parts de marché en provoquant chez les concurrents une baisse d'activité. En cas de demande élevée, la nouvelle taille engendre des moyens matériels et immatériels plus importants permettant ainsi d'accroître la production pour satisfaire cette demande.

En résumant, les fusions/acquisitions permettent l'augmentation du pouvoir de l'entreprise en imposant des prix plus élevés ou en vendant des quantités plus importantes. Par conséquent, au niveau des comptes de la société, une augmentation du chiffre d'affaires serait constatée.

5.2.1.2. Réduction des BFR et pouvoir de marché

5.2.1.2.1. Pouvoir de négociation vis-à-vis des clients

En l'absence de tout pouvoir, l'entreprise se contente des prix actuels de vente, mais après la fusion, la nouvelle firme devient plus importante et peut, en quelque sorte, accorder, donner, retirer et imposer. Comme nous l'avons souligné auparavant, ce pouvoir de négociation vis-à-vis des clients a été évoqué par Jensen (1993), Singal (1993) et Caby et Hirogoyen (1997). Par exemple, si on est client et que l'on veut obtenir les avantages accordés par le nouveau groupe, comme les réductions et l'exclusivité de distribution, il est logique d'accepter les conditions imposées par ce dernier et surtout si le nouvel ensemble détient un monopole après la fusion.

Fort heureusement, « tenir le client à la gorge » n'est pas toujours le but des fusions. Mais bien souvent, le souhait d'accroître le chiffre d'affaires est toujours au rendez-vous. Après l'union, la nouvelle entité possède désormais la capacité d'inventer plus, fabriquer plus et vendre plus. Elle peut ainsi exiger de ses clients d'acheter des quantités plus importantes et pareillement vendre à des tarifs plus élevés grâce à la concentration du

secteur (Porter, 1987 ; Akhavein et Berger, 1997 ; Oliver, 2003). Au final, réduire le délai de paiement des clients en diminuant le besoin en fonds de roulement est une source de création de valeur non négligeable qui peut être exploitée par le nouvel ensemble.

5.2.1.2.2. Pouvoir de négociation vis-à-vis des fournisseurs

Le coût de revient se compose généralement de trois coûts : le coût d'achat, le coût de production et le coût de distribution. Le coût d'achat d'une matière première est égal à son prix d'achat augmenté des autres frais occasionnés par cet achat, comme les frais de transport et les coûts de stockage. Ils commencent à partir de la commande jusqu'à la sortie de la marchandise pour la fabrication. Qui dit stockage dit entrepôts, locaux, hommes, gestion et organisation. Donc, un fournisseur qui permet d'économiser ces frais de stockage et de transport constituera la cible qui retiendra l'attention de la nouvelle entité.

Le nouveau pouvoir ne permet-il pas à celui qui le détient d'imposer ces conditions aux fournisseurs ? De tels objectifs sont naturellement désirés lorsqu'il s'agit d'obtenir un avantage concurrentiel. Par ces affirmations, nous souhaitons montrer que la nouvelle entreprise cherchera à économiser tout ce qu'elle peut chez ses fournisseurs, car réduire le coût de revient unitaire grâce à la diminution du coût d'achat peut facilement devenir une barrière à l'entrée et un moyen pour se débarrasser de la concurrence.

En plus, la firme doit stocker sa matière première afin de faire face à une augmentation soudaine de la demande ou bien à un cycle normal de production, par contre, grâce à son nouveau poids lui permettant de commander plus, elle sait que son fournisseur lui obéira et lui livrera quand elle en a besoin. Elle va ainsi faire supporter à son fournisseur une partie des frais de stockage. Elle peut aussi lui demander d'assurer la livraison par ses propres moyens. Par peur de perdre un gros client, le fournisseur peut être amené à réduire son prix de vente et allonger le délai de paiement.

5.2.1.2.3. Conséquences du pouvoir de marché sur le BFR

Le Besoin en fonds de roulement est le solde des comptes de bilan directement rattachés au cycle d'exploitation, essentiellement les postes clients, fournisseurs et stocks. L'évolution de l'entreprise tend à augmenter le BFR, car les stocks et les délais de paiement accordés aux clients progressent souvent plus vite que le chiffre d'affaires. Dans un contexte de croissance, l'entreprise a pour objectif de réduire son BFR par toute une série d'actions d'optimisation de son parcours de production, de traitement des factures et de relances commerciales.

L'augmentation du BFR entraîne une sortie de liquidité diminuant d'autant le cash-flow. Cependant, un BFR très faible ou négatif constitue un facteur stratégique favorable

au développement d'une politique de croissance. Son niveau témoigne de la qualité de la position stratégique de l'entreprise, car il reflète les relations de force qu'elle entretient avec ses clients et ses fournisseurs.

En effet, le BFR touche pratiquement à l'ensemble des activités de la firme : l'achat, la production, la vente, la recherche et développement, le recouvrement des créances et la facturation. Donc, l'amélioration du BFR peut libérer le cash immobilisé et répondre aux besoins de liquidités en les réorientant vers d'autres services ou vers le remboursement de la dette. Ainsi, un processus d'amélioration du besoin en fonds de roulement peut dégager des montants importants de cash et avoir un impact significatif sur l'efficacité des progrès internes de la firme en engageant des investissements lourds pouvant propulser le nouvel ensemble à des positions de leaders.

5.2.2. Efficience opérationnelle et managériale

L'efficience, réalisée grâce aux fusions/acquisitions, est souvent pensée comme résultante de la recherche d'économie d'échelle par une stratégie de croissance ou d'économie de gamme par une stratégie de diversification (Dietrich, 1992) en permettant la réduction des coûts d'exploitation (Rappaport, 1986 ; Seth, 1990 ; Chaterjee et Lubatkin, 1990 ; Gaugham, 1991). Généralement, on distingue deux types d'économies d'échelle, les économies d'échelle techniques et les économies d'échelle administratives. Les premières sont constatées au niveau de la fabrication du produit et les secondes sont au niveau de la gestion de l'entreprise.

5.2.2.1. Synergies techniques

5.2.2.1.1. Synergies de recherche et développement

La fusion ou l'acquisition permet à l'entreprise initiatrice d'acquérir rapidement une nouvelle technologie appartenant à la cible. Celle-ci lui permettra d'innover, d'améliorer ou de perfectionner sa production. Bena et Kai (2011) et Lerner *et al.* (2011) en étudiant l'innovation sous l'angle des fusions/acquisitions, ils trouvent que l'intensité de ces innovations augmente et que les entreprises fusionnées se concentrent davantage sur les projets innovants.

D'Iribarne *et al.* (1997) distinguent trois types d'organisations de la fonction recherche et développement. Tout d'abord, il y a une fonction recherche et développement qui ne dépend pas de la recherche fondamentale, mais organisée et définie par un projet d'innovation en faisant l'objet d'une régulation professionnelle. Cette organisation se trouve notamment dans la distribution de l'énergie, l'électronique et la sidérurgie. Puis, il y a une fonction recherche et développement qui dépend directement de la recherche fondamentale, organisée et définie en tant qu'ensemble de capacités de

connaissances. Cette organisation existe globalement dans les secteurs des matériaux, de la pharmacie et de la chimie. Enfin, il y a une fonction recherche et développement qui dépend du marché de la firme, organisée et définie par des projets d'innovation proposés par la direction générale. Cette organisation se retrouve généralement dans l'automobile, les cosmétiques et l'agroalimentaire.

Avant une fusion ou une acquisition, les deux entités sont supposées posséder chacune leur laboratoire de recherche, avec leurs hommes, leurs matériels et leurs sites. Après la fusion, la restructuration s'impose et la nouvelle entité sera amenée à réduire le nombre d'hommes et de sites afin d'éliminer les doublons et réduire les coûts. La question qui vient directement à l'esprit est : quels sites et hommes peut-on réduire ? Car le problème qui se pose est qu'il y a des sites qu'on ne peut pas fermer et des hommes qu'on ne peut remplacer. Au niveau des sites, il faut prendre en considération les raisons institutionnelles et de proximité pour garder un œil sur les besoins du marché et anticiper les produits adaptés aux attentes de la clientèle.

Concernant les compétences, il est difficile de considérer des hommes comme des doubles parce que chaque chercheur a sa propre contribution. Quoique, la réduction d'effectif est souvent envisagée parce que les coûts devenant importants, le nouvel ensemble cherche à les réduire. Il sélectionnera donc les meilleurs éléments garantissant une forte complémentarité dans leur recherche et s'inscrivant dans le fil stratégique du nouvel ensemble.

Les deux entreprises avant l'opération étaient en « guerre » et leurs investissements étaient séparés au niveau financier, ainsi qu'au niveau du savoir-faire. Comme dans la recherche et développement, le secret est de rigueur, les résultats de recherche sont bien gardés et préservés. Le premier qui met sur le marché ses innovations prend l'avantage sur l'autre en renforçant sa part de marché par des brevets. Pour bien comprendre la logique de cette « méfiance », Baumol (1992) cite plusieurs raisons. Tout d'abord, c'est le souhait de chaque entreprise d'avoir une supériorité sur ses concurrents au niveau des produits et du marché. Ensuite, même s'il y a une cession de licence entre concurrents, le cédant peut garder pour lui les connaissances qui présentent un avantage compétitif net. Enfin, il pense qu'en cas de cession de licence, le profit de l'acheteur peut être nul si d'autres concurrents acquièrent la même innovation.

Après la fusion ou l'acquisition, cette attitude de compétition se transforme en une exploitation commune des ressources et une collaboration étroite entre les deux entités. Les économies d'échelle réalisées par conséquent seront dues, d'une part, à la baisse de son coût unitaire issue de l'amortissement des investissements de recherche et développement sur un chiffre d'affaires plus important généré par le simple regroupement des deux entreprises. D'autre part, à la consolidation des

services de recherche et développement en raison de leur restructuration et de leur spécialisation : transfert de compétences entre les deux entités, constitution d'un pôle efficace, acquisition de compétences spécifiques et réduction des délais d'exploitation des résultats de recherche.

5.2.2.1.2. Synergies d'approvisionnement

Parler d'approvisionnement, c'est parler de gestion de stock. Sachant que le coût d'achat de matières premières est égal au prix d'achat initial plus les frais engendrés par ce dernier, nous déduisons que les frais d'acheminement des matières premières et les frais liés au stockage augmentent le coût d'approvisionnement. Dit autrement, le système de stockage, la disponibilité de matières premières dans l'usine de fabrication, le délai de rotation des stocks, la proximité des fournisseurs et des sites de production, et le pouvoir de négociation influenceront fortement le coût d'approvisionnement et, par conséquent, l'avantage compétitif qui est le prix final du produit.

Puisque le regroupement horizontal se passe généralement entre deux entités concurrentes, nous supposons qu'elles consomment les mêmes matières premières et utilisent presque les mêmes procédés de fabrication. Après le regroupement, la nouvelle entité sera amenée alors à réduire les coûts internes et externes et supprimer les doubles activités qui n'auront plus les mêmes missions qu'avant. Afin de réaliser des économies d'échelle, la nouvelle entreprise essayera donc de regrouper ses commandes pour les orienter vers les mêmes fournisseurs.

Cette situation lui donnera un pouvoir de négociation plus important, c'est-à-dire, elle peut renégocier les tarifs, les délais de règlement et les conditions de livraison pour obtenir des réductions de prix et des conditions de vente plus avantageuses. Désormais, la nouvelle firme pèse plus qu'avant, et les fournisseurs acceptent plus facilement ses conditions par peur de perdre un gros client, ainsi que par le fait de les compenser par un volume de vente plus important. Ces économies réalisées au niveau général des tarifs d'achat de matière première se répercutent directement sur le coût unitaire de production.

Une autre source d'économie est celle qui est due aux différentes suppressions de doublons comme les sites et les personnels. Le choix final des sites de stockage se basera plutôt sur la proximité afin de réduire les coûts de transport et les délais de livraison. Comme le stockage nécessite des locaux et la mobilisation de plusieurs personnes, la réduction de délai de livraison permet également de baisser la durée et le coût de stockage. Par exemple, les constructeurs automobiles font supporter aux sous-traitants les frais de stockage en se faisant livrer les jours souhaités ou en flux tendu. Enfin, une autre source de synergie peut être due à la répartition des charges fixes sur un volume de matières premières plus important.

5.2.2.1.3. Synergies de production

Le regroupement de deux entreprises concurrentes permet d'accéder à un volume de production plus important favorisant l'exploitation facile des économies d'échelle. Maksimovic *et al.* (2013), en étudiant un échantillon de 40 000 entreprises, constatent que les opérations de fusions/acquisitions permettent aux entreprises acquises une augmentation significative de la productivité. Là, nous faisons référence aux regroupements de sites de production, d'hommes, d'expériences, de compétences et de savoir-faire. Lors d'une fusion/acquisition, certains sites considérés comme non rentables ou non stratégiques (main-d'œuvre élevée, approvisionnement coûteux, etc.) seront amenés à disparaître. D'autres sites plus compétitifs répondant aux restrictions financières et aux exigences de production attireront l'attention des dirigeants.

La fusion/acquisition facilite, premièrement, la réalisation d'investissements qui permettent la production de volumes beaucoup plus importants en dessous desquels ils seraient non rentables. Deuxièmement, l'exploitation de l'effet d'apprentissage et d'expérience permet de diminuer les coûts de production grâce à l'abaissement du temps de production et l'amélioration de celle-ci. Troisièmement, la répartition de l'ensemble des charges de productions sur un volume plus élevé implique la réduction des coûts unitaires.

Il faut signaler que les regroupements favorisent également les transferts de compétences qui poussent souvent les entreprises à opter pour une spécialisation de leurs salariés afin de réaliser des économies d'échelle. Si une entité est en déficit d'efficience, elle pourra bénéficier des compétences de l'autre en matière de qualité technique et organisationnelle. Et si une entité est en sous-utilisation de ses ressources productives, elle pourra toujours absorber l'excédent de l'autre entité.

La réalisation de synergies liées à la production nécessite l'exploitation des unités proches de la matière première, la rationalisation des actifs de production, l'exploitation commune des bureaux d'études et de méthodes et l'exploitation optimale des nouvelles ressources productives. En conséquence, ces économies d'échelle proviennent de l'acquisition des technologies non disponibles sur le marché ou d'un savoir-faire spécifique, mais aussi de la répartition des coûts fixes sur une production plus importante et de l'utilisation des avantages législatifs de la cible. Enfin, la mise en commun des systèmes techniques et des compétences organisationnelles améliore l'exploitation de l'outil de production en augmentant cette dernière et en réduisant ses coûts totaux.

5.2.2.2. Synergies administratives

5.2.2.2.1. Synergies commerciales

Les économies d'échelle se dégagent grâce à l'efficience de la mise en commun des ressources immatérielles et matérielles des deux firmes. Les tâches du service

commercial sont d'assurer le bon fonctionnement du réseau de distribution et du service après-vente, et de trouver les organismes de financement des crédits. L'objectif étant de vendre le produit en le confiant à des vendeurs ayant une bonne présentation commerciale et disposant d'une force de vente adéquate. Toutefois, le regroupement de deux entreprises nécessitera la mise en place d'un système de gestion afin d'unir les forces et favoriser une exploitation optimale de cette nouvelle union.

Si les deux firmes disposent de plusieurs lieux de vente, le choix entre ces dépôts de vente sera basé sur la proximité entre le lieu de production et celui de vente. Ce choix est motivé par les économies faites sur les coûts de transport et le montant de loyer. La suppression des doublons est la deuxième source d'économies d'échelle. Par ailleurs, l'acquisition d'un pouvoir plus important peut aider le nouvel ensemble à exercer plus de pression sur ses clients. C'est-à-dire, il peut augmenter ses prix de vente, renégocier les anciens contrats, imposer à ses clients d'acheter des quantités plus importantes, etc. Plus encore, la nouvelle entité peut aussi imposer aux distributeurs ses conditions de vente dans le but de privilégier ses produits et les mettre en avant par rapport à ses concurrents.

Le regroupement, enfin, favorise l'élargissement de la présence commerciale grâce à la diffusion d'un nombre plus élevé de produits dans tout le nouveau réseau, et facilite l'accès au marché international en utilisant le réseau déjà existant de la cible. À ce stade, le nouvel ensemble peut économiser les coûts de prospection, d'agents et de courtiers, et les autres frais liés à l'ouverture d'un nouveau marché. Il déjoue ainsi les lois du pays de la cible pour distribuer ses propres produits.

5.2.2.2.2. Synergies de marketing

Comme le marketing devient de plus en plus pesant dans le budget de l'entreprise, les économies d'échelle dues au marketing sont une source non négligeable dans les fusions/acquisitions. C'est une arme redoutable pour lutter contre la concurrence et se procurer une place parmi les grands. Une mise en commun des frais d'étude de marché, des produits, de la publicité et les autres frais du marketing permet à la nouvelle entité d'économiser des ressources financières et d'énergies humaines. Dans une étude de 2012, en analysant les dépenses de publicité, Fee *et al.* constatent une réduction de ces dépenses suite aux acquisitions d'entreprises. En effet, la centralisation de la stratégie globale de communication au niveau d'un seul service peut garantir la cohérence de la politique de marketing et éviter le gaspillage d'énergies.

Cette union des énergies génère un grand pouvoir de négociation auprès des publicitaires qui sera d'autant plus fort que l'activité publicitaire deviendra plus importante. Par conséquent, la nouvelle entité peut renégocier ses espaces publicitaires et leurs tarifs. Elle favorise aussi la mise en commun des efforts afin de localiser les éléments que les deux firmes puissent utiliser en commun. Ceci leur permet de définir

des canaux de communication et des thèmes publicitaires communs. À cet effet, le nouvel ensemble peut supprimer les marques à faible rentabilité et incorporer de nouveaux produits sous des marques existant dans le but de réaliser des économies d'échelle. Logiquement, l'entreprise ne peut pas garder des personnes et des services qui ne servent plus à rien ou qui ne sont plus générateurs de valeur ajoutée. Adopter une politique de mise en commun des éléments matériels et immatériels nécessite donc la suppression des doublons afin de réaliser des économies d'échelle.

Pour résumer, la nouvelle entité peut réaliser des économies d'échelle grâce à l'amortissement des coûts de marketing sur un volume plus élevé de produits, la rationalisation du service par l'intégration de nouvelles compétences et la suppression des doublons. D'autres produits pourront bénéficier de la nouvelle ressource financière et avoir plus de chance d'être présents sur un marché saturé. Au final, la fusion/acquisition procure, auprès des agences publicitaires, un pouvoir de négociation plus important permettant de mieux valoriser les produits et favoriser la notoriété.

5.2.2.2.3. Synergies managériales

La gestion managériale accorde beaucoup d'attention à la stratégie de l'entreprise afin d'améliorer le système de gestion du nouvel ensemble. Elle a pour but de gérer efficacement la nouvelle firme par l'organisation de ses activités, la fixation de ses objectifs et la conception de ses stratégies.

Les directeurs représentent, généralement, les services suivants : commercial, contrôle de gestion, finance, ressources humaines et juridiques, sans oublier les autres responsables de la direction centrale tels que les stratégies, les économistes, les analystes et les différents conseillers et directeurs généraux. Un regroupement de tout ce personnel nécessite une étude préalable pour attribuer les tâches aux bonnes personnes et éviter la démission des cadres et des personnes ayant des compétences spécifiques. Cette préparation permet une exploitation plus efficiente de l'effectif de la nouvelle entité.

Kazanjian et Drazin (1987) considèrent que la diversification est une source d'apprentissage organisationnelle qui permet au manager d'apprendre et de s'adapter. Souvent, l'expérience des dirigeants est liée au métier de base de leur entreprise, la diversification, par conséquent, reste un moyen de développement de leurs compétences et d'élargissement de leurs connaissances. Cependant, la complexité de la gestion ne réside pas seulement dans le nombre d'activités ou de leur taille, mais également dans leur variété stratégique. Une bonne vision des choix stratégiques d'une entreprise nécessite un transfert facile des compétences et une large disponibilité des nouvelles équipes en place.

Nous estimons ici que la firme est un ensemble de ressources permettant à l'entreprise de posséder un avantage concurrentiel qui peut être vu, grâce à ses ressources

propres matérielles et immatérielles, comme une barrière à l'entrée (Dierickx et Cool, 1989). Le succès d'une entreprise dépend alors de ses capacités à renouveler, augmenter, adapter et développer ses compétences humaines, qui seront, à leur tour, derrière la conception de la stratégie de l'entreprise.

Klein *et al.* (1991) constatent que ces capacités dynamiques se composent de quatre éléments : l'innovation, l'apprentissage, l'identification des aptitudes et la préservation des compétences managériales. Donc, la stratégie de la firme repose sur sa capacité à tirer parti de ses ressources. En l'absence de stratégie de partage des ressources, les firmes diversifiées risquent d'être moins performantes que la somme de ses différentes activités (Coase, 1937).

Désormais, la mission principale de l'équipe dirigeante sera la réussite de l'après-fusion. Dans un souci de réalisation de synergies, tous les efforts seront concentrés sur la mise en place d'un système de coordination des compétences et de localisation des éléments de nature à faciliter la réussite de l'opération. La tâche est très délicate, toute la responsabilité repose sur les épaules de l'équipe managériale qui sera amenée à se redéployer. Force est de constater que la performance du nouveau management est la clé de la mise en place de l'organisation souhaitée, ainsi que de sa réussite.

Dire que les synergies provenant des autres sources (comme la production, l'approvisionnement, la recherche et développement, le marketing, etc.) sont les plus importantes, sans parler de l'équipe qui les a conçues et mises en place, revient à exprimer qu'on peut marquer un but, pas seulement sans tirer dans le ballon, mais aussi sans viser le but. Nous ne nous attarderons pas sur ce point, mais nous voulons juste mettre en lumière ceux qui décident.

La direction générale assure donc la cohabitation entre les différents membres, facilite les transferts entre les deux entités, et veille sur la pérennité de toutes les synergies éventuelles concernant chaque activité du nouvel ensemble. Les sources des économies d'échelle réalisées à ce niveau sont les suivantes : la restructuration de la nouvelle direction (suppression des doublons, le transfert de compétences et de savoir-faire, l'optimisation des ressources managériales), la restructuration des sites (suppression de quelques sites, le choix des sites moins chers reflétant l'image de la société et proches des employés) et l'étalement des charges fixes sur un volume d'activités plus élevé.

5.2.2.3. *Restructuration des actifs*

Une fusion ou une acquisition permet une meilleure utilisation des actifs en réduisant les coûts des investissements (Shleifer et Summers, 1988 ; Ansoff, 1989). Li (2013) met en avant une amélioration de la productivité grâce à la réduction par les acquéreurs des

investissements et des charges salariales. Là, il s'agit des immobilisations et du besoin de cycle d'exploitation (BFR) généré par l'investissement. Par exemple, l'acquisition d'un matériel de production entraînera l'augmentation de la capacité de production et, par conséquent, l'augmentation des stocks, l'augmentation des créances clients et l'augmentation des dettes fournisseurs. Dans ce sens, l'investissement initial nécessite non seulement le financement du matériel, mais également le financement de la différence entre l'actif circulant (stocks + clients) et le passif circulant (fournisseurs) généré par cet investissement.

Boisselier (1993, p. 46) cite la définition de Massé (1959, p. 1) en disant que l'investissement est « l'échange d'une satisfaction immédiate et certaine à laquelle on renonce, contre une espérance que l'on acquiert et dont le bien investi est le support ». Romer (1986) et Lucas (1988) considèrent que c'est l'hétérogénéité de l'investissement qui crée les opportunités et améliore la productivité des entreprises.

En l'engageant durablement et lui permettant d'assurer sa croissance à long terme, l'investissement est un processus fondamental dans la vie de l'entreprise. C'est une dépense ayant pour but de modifier durablement le cycle d'exploitation de l'entreprise. Investir revient en effet pour celui qui s'y décide à renoncer à une consommation immédiate pour accroître ses recettes futures.

L'investissement immatériel se distingue de l'investissement matériel. Les principaux investissements immatériels sont : les frais de recherche et développement, la formation des salariés, l'acquisition de logiciels, l'achat de brevets ou de licences d'exploitation et les frais publicitaires. Étant indispensable à son bon fonctionnement, l'investissement matériel comprend l'acquisition de l'ensemble des biens durables et réels. Il constitue les immobilisations corporelles, comme le matériel industriel, les terrains, les constructions, les bâtiments et le matériel bureautique et les immobilisations financières comme l'acquisition de droits de créances et l'achat de titres financiers.

Le fait d'associer l'analyse de la valeur à l'opportunité d'investissement révèle que l'étude des causalités entre la création de richesses et la politique financière est beaucoup plus complexe. Un investissement ne serait réalisé que s'il permet à l'entreprise d'augmenter ses profits.

Une fusion ou une acquisition permet de disposer d'un ensemble d'immobilisations facilement transférables et accessibles aux deux entreprises. Garder les investissements les plus rentables serait le choix du nouveau groupe. Ce choix de garder ou céder, dont les autres entreprises n'en disposent pas, est une source de création de valeur permettant d'avoir plus de liquidités. Autrement dit, le nouvel ensemble cède les immobilisations les moins rentables générant ainsi une rentrée de cash, ou alors grâce à ce marché interne

d'immobilisations, le nouvel ensemble s'abstient de réaliser d'autres investissements en évitant des sorties de liquidités.

5.2.3. Sources de création de valeur financière

Comme nous l'avons souligné auparavant, toutes ces sources sont fortement liées entre elles. Elles peuvent être à la fois créatrices de valeur et destructrices de valeur. Par exemple, l'augmentation de la capacité d'endettement permet de disposer d'une réserve d'argent et de réduire l'impôt grâce à la déduction des intérêts, mais un dépassement du niveau optimum pourra aussi se traduire par une augmentation du risque et des difficultés financières.

5.2.3.1. Augmentation de la capacité d'endettement

Même si l'endettement a un impact sur la répartition des flux et sur l'allocation du contrôle, la création de valeur lors des fusions/acquisitions peut se faire grâce à l'augmentation de la capacité d'endettement (Jensen et Ruback, 1983 ; Perdreau, 1998). En étudiant le cas Sealed Air Corporation, Wruck (1994) a mis en exergue l'évolution de son endettement qui est passé de 13 % du total d'actif à 135 %. Le super dividende payé aux actionnaires a poussé cette firme à s'endetter lourdement et à changer considérablement sa structure financière. Sur une période de quatre ans, Wruck constate une augmentation de 64 % du résultat opérationnel et de 30 % du chiffre d'affaires et une diminution de 65 % du BFR. Ces performances classent l'entreprise au-dessus de la moyenne du secteur alors qu'avant l'opération elle était en dessous de la moyenne. L'auteur explique cette amélioration par la pression due à l'accroissement de l'endettement poussant ainsi la firme à définir des objectifs très précis et des changements profonds de sa stratégie.

L'analyse de l'endettement conduit à une dynamique entre la création de valeur et la structure financière. Générer la valeur est l'objectif de toutes les firmes, mais un endettement élevé peut absorber toute la valeur créée. Les implications de cette analyse sont peu différentes des théories contractuelles, notamment la théorie de l'agence dans laquelle le niveau des opportunités d'investissement, à l'origine de la création de valeur, est inversement relié au niveau d'endettement. Ces conceptions ont tendance à se compléter puisqu'elles reposent initialement sur des représentations alternatives de la firme et de la création de la valeur. Si certaines opportunités d'investissement sont véritablement exogènes, dues par exemple à un choc technologique externe, il est probable que la plupart d'entre elles émergent du fonctionnement des organisations.

En effet, dans la théorie de l'agence, l'ensemble d'opportunités d'investissement est indépendant de celle-ci. Myers (1977) et Stulz (1991) pensent que l'endettement peut

conduire à renoncer à entreprendre des investissements rentables, mais sans affecter, toutefois, l'ensemble d'opportunités d'investissement, c'est-à-dire la valeur potentiellement créée. Cet endettement peut être créateur de valeur comme il peut être destructeur de valeur. La manière de retrouver un niveau d'endettement optimal non nul serait d'introduire un avantage spécifique à la dette.

Jaggia et Thakor (1994), en utilisant l'économie fiscale associée à la déductibilité des frais financiers, estiment que la prise en compte d'une probabilité de faillite non nulle, à travers un endettement risqué, modifie l'équilibre financier. En fait, en cas de faillite, le contrôle est transféré à de nouveaux propriétaires qui ont la possibilité de revenir sur l'engagement initial du dirigeant. Si l'endettement permet de revenir à une politique de licenciement, ceci conduit le dirigeant à renoncer à effectuer l'investissement. Dans ce cas, l'endettement sert aux actionnaires de menace crédible en évitant le problème du sous-investissement en forçant les salariés à renégocier à la baisse leur salaire (Dasgupta et Sengupta, 1993).

Selon les travaux de Teresa (1993), les contrats financiers d'une firme peuvent être classés en contrats *hard* comme les contrats de dette à coupon et les contrats avec les fournisseurs et les employés et en contrats *soft* comme les actions ordinaires et les actions privilégiées. Si le paiement des contrats *hard* n'est pas honoré à temps, la firme serait considérée en violation du contrat. Cependant, le paiement des contrats *soft* peut être suspendu ou retardé selon la disponibilité des ressources liquides après satisfaction des exigences des contrats *hard*.

En s'inspirant de ces conclusions, les actifs de l'entreprise peuvent être classés selon leur liquidité. Dès lors, les actifs illiquides (*hard*) correspondant à des investissements à long terme pourraient produire des actifs liquides correspondant à du cash.

Lorsque la valeur repose sur l'endettement, la structure financière est davantage une théorie des capitaux propres, puisque la dette ne peut qu'induire des biais dans le fonctionnement général de l'entreprise et, par conséquent, dans la valorisation de la firme. L'augmentation de la capacité d'endettement peut être considérée comme une réserve d'argent disponible à tout moment, qui serait acquise grâce à la nouvelle taille de l'entreprise et la garantie qu'elle procure.

Investir implique le paiement des acquisitions, le règlement des salaires et l'achat de la matière première. Sans argent disponible, l'entreprise ne peut pas entamer des investissements. Pour résoudre ce problème, les fusions/acquisitions favorisent l'augmentation de la capacité d'endettement en permettant à l'entreprise d'accroître sa trésorerie et son cash disponible. Ces derniers sont les moteurs de la croissance interne et externe.

5.2.3.2. Réduction du risque financier et effet de taille

Le risque financier est plus difficile à mesurer. En théorie, une taille plus grande signifie un niveau d'information plus important, ce qui pourrait améliorer la confiance entre l'entreprise et ses partenaires financiers. La probabilité d'avoir des relations avec plusieurs banques et emprunter auprès d'elles s'accroît lorsque la taille de l'entreprise augmente. Cette augmentation peut être acquise grâce à une fusion ou une acquisition réduisant ainsi le risque financier (Rappaport, 1986), le risque d'illiquidité (Kim et McConnell, 1977 ; Asquith et Kim, 1982 ; Eger, 1983) et les coûts de faillite (Jensen et Ruback, 1983).

Selon le marché des crédits et les conditions économiques, le risque financier peut varier d'une année à l'autre selon la santé financière de la firme. D'après l'hypothèse de taille, une fusion/acquisition peut être une solution adoptée par les entreprises pour éviter les restrictions de crédit imposées par le marché des crédits ou l'état de l'économie.

La période 1993-2000 a été marquée par une amélioration de la situation financière des entreprises et par une réduction corrélative du risque financier qui est mesuré par le taux de fonds propres ou le poids des frais financiers dans l'excédent brut d'exploitation (Dietsch et Golitin-Boubakari, 2002). Ces auteurs disent que ces ratios représentent les principales dimensions du risque financier des firmes et observent que la baisse de la « multibancarité »³ dans les petites et moyennes entreprises est due à leur recherche d'une plus grande sécurité financière⁴. Dans les grandes entreprises, par contre, où la « multibancarité » est plus importante, les délais fournisseurs et le poids des frais financiers augmentent en fonction de cette « multibancarité », ce que l'on considère globalement comme un signe prédictif d'accroissement de la rotation des stocks et de difficultés financières.

Dans son travail, Gordon (1971) part de la relation entre la structure financière et le niveau des cours boursiers des titres pour mettre au clair le risque financier. Il trouve que les cours des grandes entreprises sont libres de tout risque de défaut tant que leurs dettes sont faibles et sont en relation avec leur valeur totale. Cependant, une baisse de la capacité bénéficiaire de l'entreprise créera une forte probabilité de défaut.

Wruck (1990) définit la difficulté financière comme étant la situation où les cash-flows sont insuffisants pour couvrir les obligations courantes. Selon John (1993), une entreprise est dite en détresse financière lorsque les actifs liquides ne

3. La multibancarité veut dire qu'une entreprise peut avoir des relations de partenariat avec plusieurs banques en même temps.

4. Mesurée notamment par le taux de fonds propres.

sont pas suffisants pour honorer les engagements financiers immédiatement exigibles. Le risque financier constitue une étape du processus de la défaillance occasionnée par des difficultés économiques. Il correspond à un manque de liquidités ou à une insolvenabilité temporaire qui peuvent être résolus par une fusion ou une acquisition en augmentant la taille et en restructurant l'actif et le passif. En l'absence de mesures adéquates, il peut conduire à la faillite.

5.2.3.3. Optimisation fiscale

Le résultat imposable et la déductibilité des frais financiers ont été analysés, en 1963 par Modigliani et Miller. En comparant la firme non endettée et la firme endettée, la prise en compte de la fiscalité a poussé ces auteurs à démontrer, sous réserve d'un résultat opérationnel positif, que la valeur de la firme endettée est égale à la valeur de la firme non endettée augmentée des économies d'impôt réalisées grâce à la déduction des frais financiers. La firme doit donc maximiser son endettement afin d'exploiter la déductibilité des charges financières et optimiser l'avantage fiscal.

Cependant, dans une situation de croissance externe, la non-transférabilité des pertes fiscales inciterait une entreprise déficitaire à contracter des emprunts moindres, car elle perdrait son avantage fiscal. Par contre, la transférabilité des pertes pourrait contribuer à réduire l'avantage fiscal de l'endettement pour les entreprises qui feraient l'acquisition de ces pertes. Green (1987) et Thomas et Worrall (1990) se sont penchés sur le fonctionnement précis de ce modèle. Lorsque les pertes fiscales sont transférables, elles deviennent une autre source possible de création de valeur en cas de fusion. Auerbach (1986) a étudié la dynamique de l'acquisition quand la courbe d'imposition est asymétrique. Les pertes ne donnent lieu à aucun remboursement d'impôt, mais elles peuvent être reportées prospectivement, ou transférées entre les groupes fusionnés.

Comme les pertes ne donnent lieu à aucun remboursement d'impôt, les dettes deviennent plus coûteuses. L'avantage marginal de l'investissement est, donc, réduit de sorte que l'entreprise réduit ses investissements. Quand l'impôt s'applique aux flux de trésorerie, l'acquisition est immédiatement déduite des bénéfices imposables s'ils sont suffisamment importants. Les entreprises choisissent, alors, leur investissement en procédant à un arbitrage entre les rendements futurs après impôts et les économies d'impôt courantes.

Si les bénéfices actuels sont élevés, les entreprises ont tendance à surinvestir afin d'obtenir une déduction fiscale immédiate. Par conséquent, quand les bénéfices courants sont élevés, les entreprises investissent davantage lorsque l'impôt est symétrique. Si, par contre, les bénéfices courants sont relativement faibles, les entreprises sous-investissent en suivant le même raisonnement lorsque l'impôt s'applique au bénéfice.

Ces résultats impliquent que la manière dont les entreprises déduisent leurs dépenses d'acquisitions influe sensiblement sur leur politique en matière d'investissement. Il est important d'évaluer la politique fiscale en tenant compte simultanément du traitement asymétrique des pertes fiscales et des crédits d'impôt à l'investissement (Mintz, 1991). Mayer (1986) a montré qu'une entreprise pouvait maintenir une politique d'investissement optimale en apportant des ajustements judicieux à sa structure financière. Si l'on estime qu'une taxation asymétrique influe sur l'investissement et la prise de risque, il faut se demander pourquoi les entreprises ne recourent pas à leur politique financière pour éliminer les distorsions en matière d'acquisitions.

Finalement, pour obtenir une structure financière optimale avec un certain niveau d'endettement, Jaggia et Thakor (1994) introduisent les économies fiscales associées à la déductibilité des frais financiers. Il en résulte que le niveau d'endettement optimal décroît avec la spécificité, c'est-à-dire avec le niveau optimal d'investissement. En effet, la structure financière émerge d'un arbitrage entre les coûts de faillite et les économies fiscales. La fusion ou l'acquisition sont une occasion de contracter de nouvelles dettes et d'optimiser l'avantage fiscal (Rappaport, 1986 ; Jensen et Ruback, 1983 ; Hayn, 1989 ; Shih, 1994).

Enfin, lors de la présentation des déterminants de la création de valeur dans les fusions/acquisitions, nous avons supposé que la création de valeur peut avoir trois sources, à savoir : les sources stratégiques, les sources managériales et les sources financières. La figure 5.1 propose cette représentation.

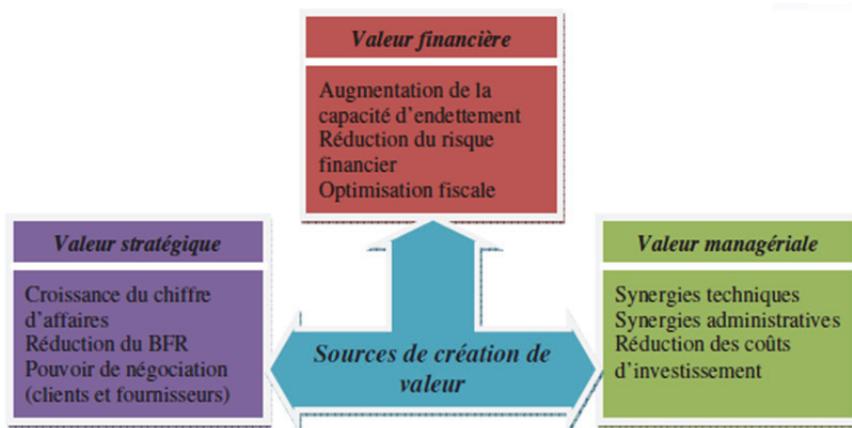


Figure 5.1. Les sources de création de valeur dans les fusions/acquisitions

Lors de ces groupements, la création de valeur ne peut parfois intervenir qu'après la mise en commun des hommes et des machines. C'est cette réunion effective des équipes et des locaux des deux entreprises qui poussera le nouvel ensemble à remodeler sa stratégie et repenser sa gestion pour minimaliser les coûts et créer la valeur.

Chapitre 6

Méthodes de mesure de la création de valeur

L'étude de la performance est le moteur de la majorité des recherches dans le domaine des fusions/acquisitions. Les premières approches analysant la création de valeur étaient économiques, puis financières, et grâce à l'évolution de la théorie financière et stratégique, nous avons assisté à d'autres orientations de la pensée managériale en combinant à la fois plusieurs approches. Donc, le fait de rechercher à cerner les opérations de fusions/acquisitions implique une connaissance approfondie de ce domaine en étudiant les méthodes de mesure de leur performance, la nature de synergies réalisées et leurs sources.

D'ailleurs, analyser un résultat implique aussi la définition avec précision des variables de calcul, de la période, de l'échantillon et du lieu de l'étude. Selon les périodes et les mentalités, et nous nous retrouvons souvent confrontés à des concepts différents et des résultats parfois contradictoires. Plusieurs variables influencent ainsi la performance de l'opération et le type de synergie attendue. À ces paramètres, il faut ajouter la motivation principale de l'opération, car le recours à ces opérations de regroupement peut être motivé par des raisons autres qu'économiques et financières.

D'une manière générale, la question de savoir « comment calculer la performance d'une opération de fusion/acquisition » est une grande question, puisque rien que la définition et la mesure mêmes de la création de valeur peuvent susciter des avis différents. Les divergences au niveau des résultats et de leurs interprétations sont fonction des méthodes utilisées, des échantillons mobilisés, des périodes choisies et des données traitées. De ce fait, le choix entre telles ou telles méthodes ou variables n'est pas unanime.

6.1. Méthode boursière : méthode d'événement

Jusqu'à aujourd'hui, la méthode d'événement est la plus utilisée pour mesurer la performance financière des fusions/acquisitions. Elle cherche à constater comment la publication d'un événement influence le cours boursier d'une société quelconque puisqu'on suppose que le marché boursier réagit immédiatement à des annonces qui peuvent affecter la performance future de l'entreprise. On a établi donc une relation linéaire entre le rendement d'équilibre d'un titre sur une période et le rendement moyen du marché. Cependant, cette méthode qui n'est valide que dans le cas de la forme semi-forte et forte du marché financier présuppose que les prix constatés sur ce marché intègrent toute l'information disponible.

6.1.1. Efficience du marché et échantillon

6.1.1.1. Efficience du marché financier

Fama (1965) pense que le marché est efficient si les prix intègrent instantanément toute l'information disponible. En 1970, Il a proposé trois formes d'efficience. Tout d'abord, la forme faible d'efficience est celle où les prix intègrent toute l'information concernant l'historique des prix et les rentabilités passées. Par conséquent, le changement de prix futurs des titres est aléatoire et indépendant. Le but des tests de la forme faible était de confirmer ou d'infirmer l'hypothèse d'une approche aléatoire des cours boursiers. L'impossibilité donc de prévoir les flottements futurs grâce aux modèles se basant sur ces méthodes est mise en avant, car les modifications futures de prix ne peuvent être prévues à travers des séries historiques.

Ensuite, la forme semi-forte qui est à l'origine des études d'événement est celle où le marché reflète immédiatement et complètement toute l'information à caractère public (comme : l'annonce des résultats, la distribution des dividendes, l'émission de nouvelles actions, l'annonce d'une opération de fusion, etc.). Cette information publique est faite par opposition à l'information détenue par quelques initiés ayant accès à l'information privée. Le marché est d'autant plus efficient au sens semi-fort si le prix des actifs intègre rapidement l'information. À ce titre, Patell et Wolfson (1984) trouvent que le prix s'ajuste lors de l'annonce des bénéfices dans une période de dix minutes.

Enfin, la forme forte est celle où l'information privée est intégrée dans les prix. Les tests utilisés dans ce cas analysent dans quelle mesure quelques investisseurs détenant une meilleure information pourraient obtenir un rendement supérieur à celui du marché. D'après les études de Scholes (1972) et Jaffe (1974), les *insiders* disposant d'actions de leurs sociétés et d'information privée réalisent plus de rentabilité que les agents ne

disposant que d'information publique. Ce constat signifie que cette information privée n'est pas incluse dans les prix des cours boursiers.

6.1.1.2. *Échantillon et date d'événement*

Parfois, les divergences de résultats ont pour origine la sélection de la date d'événement et de l'échantillon. Le choix de ce dernier doit répondre aux hypothèses de recherche afin de définir la durée étudiée, le secteur analysé, les entreprises traitées, le pays concerné, etc. En plus, le choix de sa taille et son type peuvent influencer considérablement les résultats et, par conséquent, la confirmation ou l'infirmation des hypothèses.

Une fois l'échantillon défini, vient le tour de la détermination de la date d'événement et de la fenêtre d'événement, car une mauvaise précision de ces deux éléments peut changer significativement les résultats. La date d'événement correspond au jour où l'événement étudié a été reçu par les marchés financiers. Dans le travail de Beaver (1968) analysant l'impact de l'annonce des résultats comptables sur le cours boursier, il considère que l'annonce officielle est l'événement et le jour de l'annonce officielle des résultats constitue la date d'événement. Dans les cas de présence de fuites d'informations ou de rumeurs, la date de l'événement exacte ne peut être définie avec précision. Dès lors, l'utilisation d'une fenêtre d'événement contenant plusieurs jours entourant la date d'événement est nécessaire. Cette fenêtre est utilisée aussi lorsque l'on souhaite évaluer l'effet global ou progressif de l'événement sur le cours d'une action.

Bien que les fenêtres d'événement puissent se situer entre - 90 et + 90 jours (Bessière, 1999 ; McWilliams et Siegel, 1997)¹, un intervalle de temps très important risque, cependant, d'avoir des conséquences non négligeables sur son interprétation. Il est préférable de choisir une fenêtre courte pour augmenter l'efficacité des estimations, mieux détecter les rendements anormaux et réduire les biais statistiques (Morse, 1984 ; Dyckman *et al.*, 1984 ; Brown et Warner, 1980, 1985).

6.1.2. *Estimation et calcul des rendements*

6.1.2.1. *Estimation de la rentabilité normale*

L'estimation de la rentabilité normale est nécessaire dans la mesure où elle permet de calculer la rentabilité anormale en la soustrayant de la rentabilité observée ou constatée. Il s'agit de présenter un modèle capable de fournir la rentabilité d'un titre comme si aucun événement n'avait eu lieu. Le choix du modèle n'influence pas significativement les résultats, car de nombreux travaux, par exemple Brown et Warner (1980, 1985) et

1. Pour plus de détails, Bessière (1999) et McWilliams et Siegel (1997) ont présenté une synthèse des fenêtres d'événement de plusieurs auteurs.

Dyckman *et al.* (1984), montrent la faible sensibilité des résultats au choix du modèle, notamment quand les données sont quotidiennes. Les modèles les plus utilisés sont au nombre de quatre.

6.1.2.1.1. Le modèle à rendement moyen du titre

D'après ce modèle, la rentabilité normale espérée d'un titre correspond à la moyenne arithmétique de ses rentabilités durant la période d'estimation (R_{it}). La rentabilité anormale est alors égale à :

$$RA_{it} = RO_{it} - R_{it}$$

où RO_{it} est la rentabilité observée du titre i durant la période t .

En centrant les rentabilités anormales avec une espérance constante dans le temps, ce modèle est le plus simple des quatre.

6.1.2.1.2. Le modèle à rendement de marché

D'après ce modèle, le rendement du marché est représenté par le rendement de l'indice boursier. Ainsi, le rendement et l'espérance de rentabilité de tous les titres sont identiques. Le calcul de la rentabilité anormale du titre i durant la période t se fait comme suit :

$$RA_{it} = RO_{it} - R_{mt}$$

où RO_{it} est la rentabilité observée du titre i durant la période t et R_{mt} est la rentabilité du portefeuille de marché m durant la période t .

Ce modèle qui n'exige aucune estimation a été utilisé par Fuller, Netter et Stegemoller, en 2002 et par Moeller, Schlingemann et Stulz, en 2003.

6.1.2.1.3. Le modèle de marché

Ce modèle reste le plus utilisé dans les études d'événement pour dégager la rentabilité anormale. Selon une relation linéaire, il lie le rendement moyen du marché et le rendement du titre concerné. Le rendement du titre i durant la période t est égal à :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

où R_{mt} est la rentabilité du portefeuille de marché m durant la période t et ε_{it} est le terme d'erreur d'espérance nulle et de variance égale à $\sigma_{\varepsilon_i}^2$. Les paramètres de ce modèle sont calculés à partir de la période d'estimation.

Le rendement anormal du titre i durant la période t est égal à :

$$RA_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} = \varepsilon_{it}$$

L'estimation des paramètres α et β est calculée grâce à la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). D'après Francoeur (2003), le modèle de marché permet de diminuer les intercorrélations entre les rendements des titres, ce qui favorise le respect des postulats statistiques habituels et d'obtenir un grand pouvoir de rejet suite aux tests statistiques. Alors, plus la diminution de la variance des rendements anormaux est importante, plus R^2 est grand (MacKinlay, 1997).

6.1.2.1.4. Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF)

Le MEDAF développé par Linter (1965) et Sharpe (1964) met en relation les titres composant l'indice d'un marché et, l'espérance de rentabilité et la covariance d'un titre. Autrement dit, il lie les rendements sans risque aux rendements excédentaires afin de compenser le risque systémique. Sa méthode de calcul s'écrit de la façon suivante :

$$AR_{it} = R_{it} - [R_f + \beta_i(R_{mt} - R_f)]$$

où R_f représente le rendement sans risque.

Ce modèle a fait l'objet de plusieurs critiques (Fama et French, 1996), car l'utilisation du modèle de marché est plus simple et moins coûteuse en données où le taux sans risque n'est plus nécessaire.

6.1.2.2. Calcul des rendements anormaux cumulés

L'accumulation des rendements anormaux peut être envisageable dans le cas d'utilisation d'une fenêtre supérieure à un jour afin de rechercher l'effet global d'un événement sur le cours boursier d'un titre. À ce niveau, trois méthodes sont utilisées pour calculer les rendements anormaux cumulés.

6.1.2.2.1. Rendements anormaux cumulés

La formule des RAC s'écrit comme suit :

$$RAC_i = \sum_{t=T_1}^{T_2} RA_{it}$$

RAC_i est le rendement anormal cumulé du titre i allant du premier jour au dernier jour de la fenêtre d'événement, c'est-à-dire la somme arithmétique des rendements anormaux du titre i . Cette méthode a été développée par Fama *et al.* (1969).

6.1.2.2.2. Indice de performance anormale

Cette méthode a été mise au point par Brown (1968). Sa formule est la suivante :

$$IPA_i = \prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + RA_{it})$$

IPA_i est l'indice de performance anormale correspondant à la somme géométrique des rendements anormaux du titre i allant du premier jour au dernier jour de la fenêtre d'événement.

6.1.2.2.3. Le SCPE

La méthode SCPE (Standardized Cumulative Prediction Error) ressemble à la méthode des RAC (rendements anormaux cumulés) sauf qu'ici il convient de standardiser les RA du titre avant de les accumuler. Elle a été développée et appliquée par Patell (1976).

Par ailleurs, si nous cherchons à tester l'impact de l'événement sur plusieurs titres, nous calculons la moyenne des RAC (IPA ou SCPE) de tous les titres en divisant par le nombre de titres composant l'échantillon. Il faut souligner ici que la méthode des rendements anormaux cumulés (RAC) est la méthode la plus utilisée dans les études d'événement.

6.1.3. Test des résultats

L'analyse statistique des résultats est une étape importante dans la validation des hypothèses. Elle permet de juger de la robustesse des tests et mesurer la significativité des rendements anormaux.

À ce titre, deux types de tests sont utilisés : les tests paramétriques qui sont utilisés uniquement dans le cas où l'estimation des rendements anormaux serait calculée par la méthode des moindres carrés selon le modèle de marché, et les tests non paramétriques qui se présentent comme une réponse au problème de la non-normalité de la distribution de ces rendements.

6.1.3.1. Tests paramétriques

Ces tests comportent trois méthodes : la méthode de l'écart-type en dépendance temporelle, la méthode de l'écart-type en coupe transversale et la méthode de standardisation des rendements anormaux.

6.1.3.1.1. L'écart-type en dépendance temporelle

Cette méthode se sert de l'écart-type des rendements anormaux moyens constatés durant la période d'estimation en utilisant la variance des rendements anormaux. La formule de calcul de la variance du rendement anormal du titre i pendant le jour t est :

$$Var(RA_{it}) = \sigma_{\varepsilon i}^2 \left[1 + \frac{1}{U} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)}{UVar(R_m)} \right]$$

$\sigma_{\varepsilon i}^2$ représente la variance du terme d'erreur du modèle estimant le rendement anormal, U est la taille de la période d'estimation, R_{mt} est le rendement du marché durant le jour t , \bar{R}_m est la moyenne du rendement de marché durant la période d'estimation, $Var(R_m)$ correspond à la variance du rendement du marché durant la période d'estimation.

La variance des rendements anormaux cumulés se calcule :

$$Var(RAC_{it}) = (T_2 - T_1 + 1) \sigma_{\varepsilon i}^2$$

où $(T_2 - T_1 + 1)$ représente la fenêtre d'événement. Dans le cas de présence de plusieurs titres, la variance des rendements anormaux moyens cumulés s'écrit :

$$Var(RAMC_{(T_1, T_2)}) = \frac{\sum_{i=1}^N (T_2 - T_1 + 1)}{N^2}$$

6.1.3.1.2. L'écart-type en coupe transversale

Cette méthode se sert de l'écart-type des rendements anormaux moyens constatés durant la période d'événement. Elle s'effectue sur un échantillon de plusieurs entreprises. La formule de calcul de la variance des rendements anormaux moyens pendant le jour t est la suivante :

$$Var(RA_t) = \frac{\sum_{i=1}^N \left[RA_{it} - \frac{\sum_{j=1}^N AR_{jt}}{N} \right]^2}{N - 1}$$

La formule de calcul de la variance des rendements anormaux moyens cumulés pendant le jour t est :

$$Var(RAMC_{(T_1, T_2)}) = \frac{\sum_{i=1}^N \left[RAC_{i, T_1, T_2} - \frac{\sum_{j=1}^N RAC_{j, T_1, T_2}}{N} \right]^2}{N-1}$$

6.1.3.1.3. La méthode de standardisation des rendements anormaux

Cette méthode est recommandée, s'il y a une hétéroscédasticité des rendements anormaux. Elle consiste à utiliser l'écart-type de chaque titre pour standardiser ses rendements anormaux avant de calculer la moyenne arithmétique de tous les titres. La formule des rendements anormaux standardisés le jour t du titre i se présente comme suit :

$$RAS_{it} = \frac{RA_{it}}{\sqrt{Var(RA_i)}}$$

En série temporelle, l'écart-type est égal à :

$$\frac{RASM_t}{\sqrt{Var(RAMS_t)}} = \frac{\sum_{i=1}^N RAS_{it}}{\sqrt{Var(RAMS_t)}}$$

où $RAMS_t$ est le rendement anormal moyen standardisé durant la période t . En série transversale, l'écart-type est égal à :

$$\sqrt{Var(RAMS_t)} = \frac{1}{\sqrt{N}}$$

6.1.3.2. Tests non paramétriques

La non-normalité de la distribution des rendements anormaux lors des tests paramétriques peut rejeter la non-significativité des résultats. Pour pallier ce problème, des tests non paramétriques ne nécessitant pas le respect de cette condition statistique sont effectués dans les études d'événement. Les plus utilisés sont le test des rangs et le test des signes.

6.1.3.2.1. Le test des rangs

Le test de Corrado (1989) est le principal test non paramétrique dans les études d'événement. Il est appliqué à une seule observation et ne nécessite pas la symétrie de la distribution des rendements anormaux. Il exige la transformation des observations en leur rang en déterminant la place de chaque rendement anormal dans l'ensemble des rendements anormaux. Ce test doit être effectué sur la période d'estimation et la période d'événement. La formule de l'hypothèse nulle où le rendement anormal n'est pas significatif s'établit comme suit :

$$\frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (K_{it} - \bar{K}_i)}{\sqrt{Var(\bar{K})}} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (K_{it} - \bar{K}_i)}{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N (K_{it} - \bar{K}_i)^2}}$$

où \bar{K}_i représente le rang moyen, T est la taille de la période étudiée, avec $\bar{K}_i = 0,5 + \frac{T}{2}$. S'il y a réaction du marché, lors de l'événement étudié, le rendement anormal doit être significativement différent de rang moyen.

6.1.3.2.2. Le test des signes

Ce test consiste à calculer la part des rendements anormaux positifs ($RA \geq 0$) durant la période d'estimation afin de la comparer avec le rendement anormal calculé durant la période d'événement. Soit P la proportion positive des rendements anormaux durant la période d'estimation et P_0 la proportion positive des rendements anormaux durant la période d'événement, la formule du test des signes est :

$$\frac{|P_0 - P|}{\sqrt{\frac{P(1-P)}{N}}}$$

6.2. Méthodes statistiques et comptables

En mesurant la création de valeur, les chercheurs ont recouru à plusieurs méthodes utilisant, avec ou sans l'étude d'événement, des indicateurs comptables, financiers et économiques. La performance est mesurée en comparant l'échantillon test avec l'échantillon de contrôle, ou en comparant la période avant l'opération

avec la période après l'opération, ou encore en employant des tests et modèles statistiques. Cette multitude de méthodologies, de variables et d'indicateurs rend la divergence encore plus forte et plus riche.

6.2.1. Études jusqu'à 1990

6.2.1.1. Silhan et Howard (1986)

Leur article se concentre sur l'effet des fusions conglomérales sur le risque d'entreprise et la rentabilité. À cette fin, Silhan et Howard ont sélectionné 60 firmes constituant les grands conglomérats et les petits conglomérats en se basant sur le total des ventes, l'actif total, le montant des fonds propres et le montant du profit. Puis, pour mesurer la performance, ils ont mobilisé le ROE et le MAPE (*Mean Absolute Percentage Error*). Cette moyenne absolue est calculée en retranchant, en valeur absolue, le ROE actuel du ROE prévisionnel (sur trois ans) et en le divisant par le ROE actuel. À noter qu'ici, les auteurs mentionnent qu'il n'y a pas un consensus au niveau de la mesure de la performance en faisant référence au travail de Cochran et Wood (1984). Enfin, à l'aide de l'autorégression (ARIMA), ils utilisent la technique de simulation entre plusieurs sous-groupes pour juger de la performance des groupes.

6.2.1.2. Karen et Schmidt (1988)

Cette étude définit les périodes trois ans avant et trois ans après l'opération comme étant la fenêtre de calcul et compare la moyenne de la performance de trois groupes d'entreprises : 49 entreprises initiatrices, 50 entreprises acquises et 44 entreprises d'échantillons de contrôle. La mesure de la performance est développée selon deux critères. Le premier représentant la profitabilité (ou rendement comptable) est égal à la rentabilité des capitaux propres calculée en ajustant la moyenne des dividendes disponibles de tous les actionnaires par le montant total des actions sur la moyenne des capitaux propres de l'ensemble des firmes. Le deuxième désignant la rentabilité des investissements (ou rendement pour actionnaires) est égal à la somme du dividende et la variation moyenne du prix du titre divisée par la moyenne annuelle du prix du titre.

6.2.1.3. Morck, Shleifer et Vishny (1990)

Leur article cherche à vérifier comment les objectifs managériaux conduisent à de mauvaises acquisitions. Leur échantillon se compose de 326 acquisitions aux États-Unis entre 1975 et 1987. Ils définissent sept variables : la variable rendement est mesurée par le ratio valeur de marché de l'acquéreur/valeur d'acquisition de la cible ; la variable relationalité (*relatedness*) entre l'acquéreur et la cible est appréciée par le code SIC et le

coefficient de corrélation entre leur rentabilité boursière ; la variable taux de croissance de la cible est mesurée par la croissance des ventes ; la variable performance passée de l'acquéreur est calculée à partir de sa rentabilité boursière et son taux de croissance du résultat. Les trois autres variables cherchent à savoir si plusieurs acquéreurs sont impliqués, si la rentabilité des acquisitions liées et non liées a changé dans les années 1980 et si le paiement a été effectué par actions. Tout d'abord, ils ont procédé par des statistiques descriptives. Puis, ils ont mis en place deux régressions ayant ces sept variables comme étant les variables explicatives et la qualité du management comme étant la variable à expliquer.

6.2.2. *Études entre 1990 et 2000*

6.2.2.1. *Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991)*

Cet article est fort intéressant dans la mesure où, d'une part, il résume toutes les recherches antérieures traitant les synergies et, d'autre part, ses auteurs étudient les synergies et la performance post-acquisition lors de l'allocation des ressources dans trois cas : des ressources similaires, des ressources complémentaires et des ressources différentes. Ces auteurs proposent cette hypothèse : la similarité (ou la différence) des allocations entre l'acquéreur et la cible en capital, en administration, en intérêt et en recherche et développement est liée positivement à la performance post-acquisition. Leur échantillon se compose de 1 100 acquisitions entre 1970 et 1989 et se base sur les régressions linéaires et les corrélations. Les variables explicatives mesurant la similarité sont : le capital, la dette, l'intensité en recherche et développement, et les frais généraux administratifs et de vente. Ces variables sont calculées à partir de l'année précédent l'acquisition en faisant la différence entre les valeurs absolues de l'acquéreur et de la cible. En ce qui concerne la variable à expliquer, c'est la somme des deux ROA (de l'acquéreur et de la cible) de l'année précédent l'opération. Cependant, le ROA ajusté de l'industrie de l'année suivant l'opération, fourni par le Standard & Poor's, est considéré comme la variable de contrôle. Pour respecter cette démarche en sachant que les auteurs testent les variables avant l'opération, ils ont procédé, avant de calculer ces indicateurs, à une intégration des comptes comptables de l'acquéreur et de la cible.

6.2.2.2. *Datta, Pinches et Narayanan (1992)*

Cet article propose d'étudier les facteurs influençant la création de valeur actionnariale dans les fusions/acquisitions. Leur recherche se base sur 41 études faites pendant les quinze dernières années et ayant utilisé la méthode d'événement pour mesurer la création de valeur. Le rendement anormal constitue ainsi la variable à expliquer. Cependant, les variables explicatives sont : le nombre d'offres (une seule ou plusieurs), le type d'opération (fusion ou offre publique), le type de paiement (cash ou

par action), le type d'acquisition (conglomérat ou non) et le changement de la réglementation (par exemple : la taxe, les lois antitrusts, etc.). La variable de contrôle est la méthodologie employée. Afin de tester ces variables, ces auteurs ont eu recours aux régressions multiples.

6.2.2.3. Bessière (1999)

Dans son article, elle étudie le pouvoir de négociation et le partage de synergies dans 146 offres publiques réussies en France entre 1991 et 1997. Par le biais des rendements anormaux, elle mesure le partage de synergies. Quant au pouvoir de négociation, il est testé à l'aide d'une régression ayant comme variables : la menace de dilution, la part de droits de vote, le rendement anormal global, le seuil de renonciation et le mode de paiement.

6.2.3. Études après 2000

6.2.3.1. Park (2003)

Il compare les caractéristiques de la performance avant l'opération entre les acquisitions reliées et les acquisitions non reliées. Cette étude se concentre sur la profitabilité et la stratégie d'acquisition en se basant sur 229 acquisitions, dont 121 acquisitions reliées et 108 non reliées, entre 1974 et 1979. Sa méthode repose sur les corrélations et régressions linéaires. À ce titre, il définit la stratégie d'acquisition (reliée ou non) comme étant la variable dépendante et la profitabilité industrielle (la moyenne de l'industrie des ROA, ROE et ROI des trois années précédant l'opération) et la profitabilité de la firme (la moyenne des trois ROA de la firme) comme étant les variables indépendantes. À ces variables, il ajoute quatre variables de contrôle concernant l'acquéreur pendant la période avant l'acquisition : le profil de diversification (les codes SIC), les ressources disponibles (le ratio liquidité = actif à court terme/passif à court terme, la capacité de dette inutilisée = fonds propres/dettes à long terme ; ces deux ratios sont standardisés et additionnés), la taille de la firme (le logarithme de l'actif total) et le risque (la variance du ROA de la firme).

6.2.3.2. Yook (2004)

Dans cette étude, l'auteur mesure la performance grâce à l'EVA². Il rassemble 55 fusions et 19 offres publiques pour mettre en évidence quatre points : la fusion contre l'offre publique, le mode de paiement, la similarité des activités et la prime

2. EVA (*Economic Value Added*) est le terme utilisé par la société de conseil Stern-Stewart. Il permet de calculer la création de valeur en ajoutant aux charges le coût du capital.

payée. Sa méthode est une comparaison entre la moyenne des EVA des firmes étudiées et l'EVA ajustée de l'industrie. Cette comparaison porte sur cinq années avant l'opération et cinq années après l'opération. Par ailleurs, le calcul de l'EVA ajusté de l'industrie se présente ainsi :

$$\text{Industry-adjusted EVA}_{i,t} = \text{EVA}_{i,t} - (\text{Industry EVA}_t \div \text{Industry Capital}_{t-1}) * \text{Capital}_{i,t-1}$$

où $\text{EVA}_{i,t}$ et $\text{Capital}_{i,t-1}$ concernent l'entreprise étudiée et Industry EVA_t et $\text{Industry Capital}_{t-1}$ correspondent à la moyenne des EVA et des capitaux des entreprises du même secteur d'activité.

6.2.3.3. Camerlynck, Ooghe et De Langhe (2005)

Cet article reprend presque tous les indicateurs comptables utilisés dans l'étude de Chatterjee et Meeks (1996). Il se focalise sur 143 acquisitions d'entreprises privées belges entre 1989 et 1994 en se servant d'une seule formule après avoir calculé toutes les variables et avant de procéder aux comparaisons des firmes de l'échantillon avec la moyenne du secteur. Cette formule consiste à retrancher de la variable calculée de la firme ce rapport : médiane de la même variable du secteur d'activité de la firme/écart interquartile de la même variable du secteur d'activité de la firme. Ils mettent aussi en avant deux variables concernant la taille (total actif et nombre de salariés) et une variable concernant la croissance (les ventes). Cependant, la performance est mesurée par plusieurs variables : la profitabilité (marge sur chiffre d'affaires, rentabilité nette sur actif total, rentabilité nette sur capital, cash-flow sur capital), la liquidité (ratio de liquidité, ratio de disponibilité nette), la solvabilité (ratio d'indépendance financière, taux de couverture des dettes), la valeur ajoutée (valeur ajoutée brute par salarié, frais de personnel par salarié) et le risque d'échec (score industriel ajusté calculé par Ooghe *et al.* en 1995).

6.2.4. Les méthodes dans les études de cas

Afin de mieux appréhender, dans les sections suivantes, notre étude concernant la fusion Sanofi-Aventis, nous présentons ici une synthèse de quelques études de cas afin de mettre en exergue leur travail, ainsi que leurs méthodologies et variables.

6.2.4.1. Ruback (1982)

Dans cette étude, Ruback analyse la prise de contrôle de l'entreprise Conoco. Il décrit ce cas comme étant le cas le plus dramatique dans l'histoire des prises de contrôle, pas seulement du fait que le montant total de la transaction, en 1982, a atteint 7,54 milliards de dollars, mais aussi parce que deux autres firmes ont renchéri à côté de la firme qui a lancé la première offre. Comme cette prise de contrôle a

suscité plusieurs surenchères, l'auteur propose tous les événements l'entourant. Entre le 19 juin et le 5 août 1981, il a recensé douze événements où il a calculé, en utilisant le modèle de marché, le rendement anormal de chaque entreprise.

Ensuite, il a comparé ces rendements anormaux entre eux pour conclure à qui a profité la création de valeur à chaque événement. En ce qui concerne les rendements anormaux cumulés, sans tester leur significativité, Ruback s'est contenté de les accumuler entre le 19 juin et le 5 août et de reporter uniquement la somme de cette accumulation. Enfin, lors de cette étude il a consacré une large description aux dates d'événements et aux synergies attendues.

6.2.4.2. Bruner (1999)

Suite à leur alliance en 1993, Volvo et Renault ont négocié une éventuelle fusion. L'auteur se penche sur ces événements pour calculer les rendements anormaux et étudier la destruction de valeur. Il recense entre la date d'alliance (12 octobre 1989) et la date de négociation (19 octobre 1994), 47 événements et 25 fenêtres d'accumulation des rendements anormaux. Cet article de 39 pages est une interprétation de ces événements au travers des journaux spécialisés et des entretiens avec les managers de Volvo et Renault, des journalistes, des banquiers et deux responsables de l'alliance.

Dans cette étude de cas, Bruner se base sur l'apport de Ruback (1982)³ pour calculer le test *t* mesurant la significativité des rendements anormaux cumulés. Il propose donc un ajustement de l'écart-type par la variance et la covariance des rendements anormaux des titres des deux entreprises calculées sur une période de 202 jours (entre le 31 décembre 1988 et le 10 octobre 1989).

6.2.4.3. Weston (2002)

Ce chercheur se concentre sur l'évaluation de la fusion entre Exxon et Mobil en 1999. Au départ, l'auteur détaille le secteur pétrolier en mettant l'accent, d'abord, sur l'instabilité de ses prix et le pouvoir de ces entreprises, ensuite, sur les motivations et les événements de la fusion. Weston a eu recours à deux méthodes, à savoir, la méthode de comparaison et la méthode des cash-flows actualisés. La première compare trois variables : la valeur boursière de l'entreprise/revenus, la valeur boursière de l'entreprise/EBITDA⁴ et la valeur boursière de l'entreprise/free cash-flow. La deuxième est plus complexe, car elle nécessite le calcul de la rentabilité de l'investissement et des variables de l'actualisation des cash-flows. À cette fin, il a eu recours au coût moyen pondéré du capital (WACC) et au MEDAF pour mesurer le bêta.

3. Cette étude de Ruback (1982) est différente de celle décrite plus haut, voir bibliographie.

4. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (EBITDA), c'est le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement.

Son but était de développer un modèle de prévision afin de le pratiquer sur les données d'Exxon et Mobil. Lors de l'analyse descriptive, il a comparé les éléments suivants entre les deux entreprises : la valeur de marché, la valeur comptable, le *Market to Book* (valeur de marché/valeur comptable), la prime, le nombre d'actions et les trois ratios précités. Enfin, grâce à son modèle, il a essayé d'estimer la valeur de quelques ratios comptables (par exemple, la rentabilité nette, les free cash-flows, le taux de croissance du chiffre d'affaires, les fonds propres, le coût du capital, etc.) sur dix ans.

6.2.4.4. André, Magnan et St-Onge (2008)

Cette recherche analyse l'opération de fusion entre Abitibi Consolidated et Donohue en 2000. Cette étude qui est traitée sous l'angle de la gouvernance est entièrement dédiée à ces deux entreprises : leur mode de gestion, leur structure d'actionnariat, leur directoire, leur perspective de croissance, leur marché, etc. Puisque, c'est Abitibi qui a lancé l'opération d'acquisition, ces auteurs se sont concentrés davantage sur cette dernière.

Leur analyse de la performance a, en effet, porté sur trois ans avant l'opération et trois ans après l'opération en calculant quatre variables pour chaque entreprise et leur moyenne pour huit concurrents : le ROA (EBITDA/Actif net d'exploitation), la marge (EBITDA/Ventes), la rotation des actifs (Ventes/Actif net d'exploitation) et le rendement du cash-flow (EBITDA = Valeur boursière + valeur comptable des dettes). Enfin, ils observent deux rendements anormaux cumulés de l'entreprise Abitibi : de -1 à +1 et de -20 à +46 (le jour de fermeture de l'offre).

PARTIE 4

Le marché français : analyses et études de cas

Chapitre 7

Marchés français des fusions/acquisitions : leçons et enseignements

En réalité, les synergies des fusions/acquisitions sont liées entre elles dans la mesure où une opération qui permet d'augmenter le capital, les immobilisations, les fonds propres et le chiffre d'affaires en augmentant ainsi la taille de l'entreprise contribue à accroître les dépenses qui maintiennent cette taille. Donc, si une entreprise est en forte croissance, l'analyse portera entre autres sur la maîtrise de ses coûts d'exploitation puisqu'une forte augmentation du chiffre d'affaires nécessite autant d'investissements pour accompagner la production. Pour financer ces investissements, il convient de réduire le besoin en fonds de roulement et profiter de la nouvelle capacité d'endettement. On influence ainsi fortement le risque financier et les impôts.

Dans des secteurs intensifs en termes d'innovations et de brevets, le choix de la cible influence aussi les synergies souhaitées du moment que les acquisitions dans ces secteurs peuvent être motivées par un retard technologique de l'initiateur. Le choix de la cible répond donc à plusieurs autres critères en sachant que la vraie difficulté réside dans la capacité de la firme à renouveler constamment ses produits pour mieux résister à la concurrence. Dans ce sens, l'OPA de Sanofi-Synthélabo pourrait s'inscrire dans cette logique.

Pour mettre en avant la stratégie des fusions/acquisitions adoptée par les entreprises françaises ainsi que son impact sur l'avenir des sociétés impliquées, dans ce chapitre nous allons mobiliser tout d'abord plusieurs variables pour expliquer la création ou la destruction de valeur et ses sources. Ensuite, nous allons montrer que la réussite de ces opérations ne dépend pas toujours uniquement de la volonté des entités concernées, mais aussi de la volonté de leur marché de contrôle.

7.1. Sources de création de valeur dans le marché français

Cette section répondra aux questions concernant les déterminants de la création et de la destruction de valeur dans les fusions/acquisitions horizontales. À cet effet, les différentes sources de création de valeur recensées auparavant sont mises en test dans la présente section afin de vérifier empiriquement leur influence sur la valeur. Grâce à un échantillon de 90 entreprises françaises scindé en deux groupes et avec l'aide des régressions linéaires et des corrélations, nous mobiliserons plusieurs données et exploiterons huit variables pour atteindre cet objectif, en comparant la valeur de l'entreprise d'avant l'opération avec celle d'après l'opération.

7.1.1. Variables et méthodes de calcul

7.1.1.1. Données comptables et durée de comparaison

Notre objectif est de déceler les sources de création et de destruction de valeur. Nous avons donc distingué deux groupes dans cet échantillon : les entreprises créatrices de valeur et les entreprises destructrices de valeur. Nous allons ensuite comparer les données de l'année de l'opération avec celles de la troisième année après l'opération en supposant que la fusion ou l'acquisition demeure la seule cause de cette création ou cette destruction de valeur.

Nous avons limité notre comparaison à la troisième année après l'acquisition pour deux principales raisons. La première est que plusieurs entreprises, suite à l'échec de l'opération, ont désinvesti en revendant, quelques années après, leurs acquisitions. Si on choisit dans ce cas de figer la quatrième ou la cinquième année après l'opération, cela réduit considérablement notre échantillon en éliminant les entreprises ayant désinvesti.

La deuxième est que, parfois, certaines entreprises réalisent, quelques années après, d'autres fusions ou acquisitions. Ce changement ne permet pas d'isoler l'effet de telle ou telle opération. Ainsi, pour mettre en lumière l'influence de la fusion ou l'acquisition sur la santé financière et stratégique de la nouvelle entité, nous avons réduit cette fenêtre à la troisième année après la fusion ou l'acquisition.

Disposant de comptabilité d'entreprises, nous pouvons chercher à minimiser le risque de défaillance ou à prévenir cette défaillance selon une échelle de risque fixée en nous basant sur des ratios financiers et comptables. En plus, le fait que le résultat final comptable donne lieu à des dividendes est un signe de création de valeur, en entraînant une réaction systématique des cours boursiers. À ce titre, plusieurs études ont montré des liens forts entre les données comptables et la performance financière des entreprises.

7.1.1.2. Cash-flow comme variable à expliquer

L'utilisation des flux de trésorerie permet d'éviter l'influence des changements de la politique comptable, notamment la comptabilisation des amortissements et du *goodwill*. Par ailleurs, les données comptables les plus crédibles pour expliquer les choix stratégiques de la firme en matière d'utilisation de ses profits sont garanties par les flux de trésorerie produits par ses activités opérationnelles. Ces flux ne sont pas influencés par des jeux d'écritures comptables.

Plusieurs auteurs ont utilisé les cash-flows pour mesurer la création de valeur. À titre d'exemple, Rappaport (1981), Gale et Branch (1981), Hax et Majluf (1984) et Black *et al.* (1999). D'autres auteurs, comme Casey et Bartzack (1985), Gilbert *et al.* (1990), Ward et Foster (1997), Laux (1999), etc. ont utilisé le cash-flow pour distinguer les entreprises saines des entreprises défaillantes. La théorie du free cash-flow de Jensen (1986) presuppose qu'il y ait une relation entre la présence du cash excédentaire et les prises de contrôle.

Toutefois, la mesure du cash-flow diffère d'une étude à l'autre : cash-flow net, cash-flow brut, free cash-flow ou cash-flow disponible, cash-flow opérationnel et cash-flow actualisé. Dans sa théorie d'ordre de financement (*Pecking Order Theory*), Myers (2001) évoque plutôt le cash-flow net. Dès lors, dans notre étude, nous avons privilégié le cash-flow net, car le résultat de ce calcul représente une grandeur stratégique pour la firme puisqu'il englobe la masse monétaire disponible dans la société qui sera réinvestie ou/et redistribuée aux détenteurs du capital (actionnaires ou créanciers). Pour mesurer le cash-flow net, au résultat net, nous ajoutons les dotations aux provisions et amortissements et nous déduisons la variation du BFR et les investissements.

Enfin, de l'année de fusion ou d'acquisition à la troisième année, s'il y a une augmentation du cash-flow net, nous supposerons qu'il y a une création de valeur pour l'actionnaire. Par contre, si, trois ans après l'opération, le cash-flow net baisse, nous estimerons qu'il y a une destruction de valeur.

7.1.1.3. Échantillon

Notre échantillon se compose de 90 entreprises françaises ayant réalisé une fusion ou une acquisition majoritaire entre 2005 et 2014. Ces fusions et acquisitions retenues sont de nature horizontale et aboutissent à une intégration globale des deux sociétés. Leur chiffre d'affaires est supérieur à un million d'euros.

Cet échantillon a été scindé en deux groupes : le premier contient 47 firmes créatrices de valeur et le second contient 43 firmes destructrices de valeur. Donc, nous posons la règle selon laquelle si trois ans après l'opération, il y a une augmentation du cash-flow net, nous supposons que ce nouvel ensemble a créé de la valeur. En cas de diminution de

ce même cash-flow net, nous estimons alors que cet ensemble a détruit de la valeur trois ans après la fusion ou l'acquisition.

7.1.1.4. Méthode de calcul

7.1.1.4.1. Calcul de la variation des variables

Dans cette étude, nous ne retenons que des indices en évolution. Ne pas prendre en compte un état, mais un changement permet le discernement de la dynamique des fusions/acquisitions et la compréhension de son évolution. En fait, si, dans notre modèle, nous prenons l'influence de chaque variable sur la composition du cash-flow net, cette démarche ne permet pas de déceler l'effet de l'opération de rapprochement, mais uniquement de constater le poids de chaque variable dans la construction du cash-flow net. Ainsi, le poids de chaque variable ne fait qu'augmenter ou baisser ce cash-flow. Par conséquent, la variation de ce dernier ne peut être mesurée que par la variation de ces variables. L'exemple de la figure 7.1 explicite notre démarche :

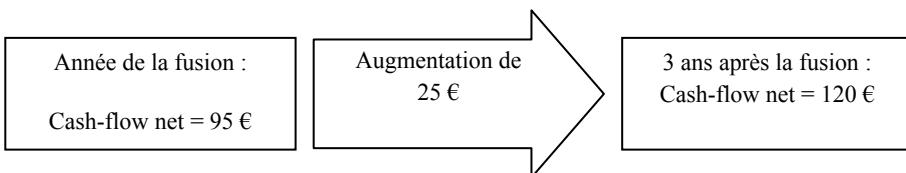


Figure 7.1. La procédure de mesure de l'influence des variables

L'objectif ici est de comprendre d'où vient cette augmentation de 25 euros en sachant qu'elle est due seulement au rapprochement des deux entreprises. Si on prend en considération 120 €, on ne peut pas comprendre l'influence de la fusion sur le cash-flow net puisque ceci ne permet que de constater les variables influençant les 120 €. C'est la raison pour laquelle nous ne nous intéressons qu'à 26 % d'augmentation (ou de variation), qui est due à l'opération de rapprochement, et non pas à 120 €.

Afin de suivre la même logique et d'éviter l'effet de taille, nous avons calculé également la variation des variables expliquant cette augmentation. Nous portons alors notre attention, dans nos calculs, sur la variation des variables explicatives, entre l'année de la fusion ou l'acquisition et la troisième année après l'opération. Nous pensons de ce fait que le cash-flow net est le résultat de la confrontation de plusieurs éléments stratégiques et financiers suite à l'opération de fusion ou d'acquisition.

7.1.1.4.2. La régression linéaire pas à pas

Pour comprendre la façon dont une variable est reliée à d'autres variables, on utilise la régression. Elle permet de produire un modèle de relation entre deux ou plusieurs

variables, de montrer le sens et la nature de cette relation, d'estimer l'adéquation de ce modèle et de voir graphiquement la correspondance entre les données et le modèle. Dans cette relation, on trouve la variable dépendante (Y) à expliquer, et les variables indépendantes (X_1, \dots, X_n) explicatives.

Notre régression linéaire multiple se présente comme suit :

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_n X_n$$

où :

- Y : la variable à expliquer (variation du cash-flow net) ;
- a : la constante ;
- $b_1 \dots b_n$: les coefficients de régression ;
- $X_1 \dots X_n$: les variables explicatives.

Cependant, les études se basant sur les régressions sont souvent confrontées au problème de corrélation entre les variables indépendantes. Ce problème de multicolinéarité entre les variables peut perturber les estimations des paramètres de la régression standard en créant des difficultés importantes dans l'interprétation des résultats. La régression pas à pas a apporté une solution aux problèmes de colinéarité en limitant le nombre de variables explicatives suivant leurs coefficients de corrélation partielle avec la variable expliquée. Cette méthode de régression pas à pas est parmi les méthodes les plus adaptées aux études souffrant de multicolinéarité des variables. Elle consiste à introduire les variables une par une. À chaque étape, le modèle comprenant l'ensemble des variables indépendantes sélectionnées est alors recalculé avec la méthode standard. Ensuite, les variables dont la probabilité de contribution n'atteint pas un certain seuil sont progressivement éliminées, une par une. Nous avons fixé ce seuil à 5 % ($p = 0,05$).

7.1.1.5. Variables explicatives de la création de valeur

Nous nous sommes basés sur notre revue de littérature pour réunir toutes les sources de création de valeur proposées par les chercheurs. Notre choix a été opéré selon la calculabilité et l'importance des variables. En effet, la revue de littérature a permis de regrouper quelques huit sources de création de valeur proposées par différents auteurs. À ce titre, nous estimons que les facteurs créateurs de valeur dans le groupe 1 peuvent être aussi destructeurs de valeur dans le groupe 2.

Pour envisager de déceler les sources de création et de destruction de valeur, nous avons mis en avant la variation des variables et non pas leur valeur. L'explication de la

création de valeur peut être appréhendée par la variation significative d'une seule ou plusieurs variables en même temps. Ces dernières sont au nombre de huit.

Création de valeur (Variable à expliquer)	Variation du cash-flow net	ΔCFN
Sources de création ou de destruction de valeur (Variables explicatives)	Variation du chiffre d'affaires	ΔCA
	Variation du coût d'exploitation	ΔChExpl
	Variation du coût d'immobilisations	ΔImmo
	Variation du BFR	ΔBFR
	Variation de l'endettement	ΔDette
	Variation des charges financières	ΔChFin
	Variation du risque financier	ΔRiskFin
	Variation de l'impôt sur les bénéfices	ΔImpo

Tableau 7.1. Variables explicatives et à expliquer de la régression

L'augmentation du chiffre d'affaires et de la capacité d'endettement et la baisse des coûts d'exploitation, du BFR, des coûts d'investissement en immobilisation, du risque financier et des impôts sont considérées comme une augmentation de la valeur. Par contre, l'inverse est considéré comme une baisse de la valeur. Le but est de montrer les éléments qui influencent le plus la variation du cash-flow net. La figure 7.2 établit cette relation.

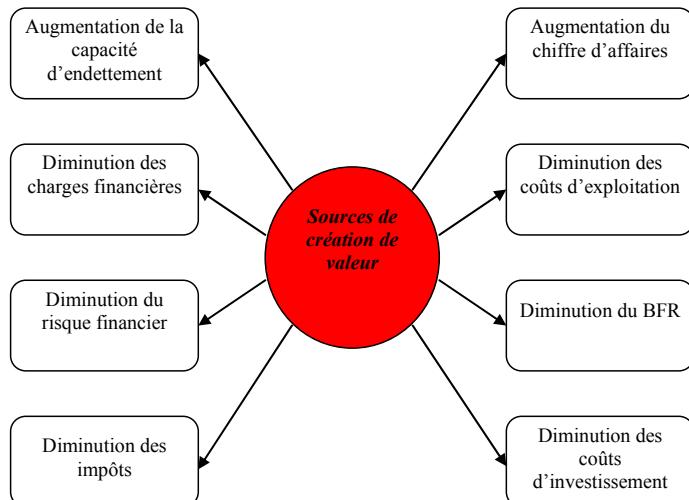


Figure 7.2. Les sources de création de valeur dans les fusions/acquisitions horizontales

Du fait que c'est la régression pas à pas qui détermine le modèle simplifié final, la formule complète de la régression se présente comme suit :

$$\Delta\text{CFN} = a + b_1\Delta\text{CA} + b_2\Delta\text{ChExpl} + b_3\Delta\text{BFR} + b_4\Delta\text{Immo} + b_5\Delta\text{Dette} + b_6\Delta\text{ChFin} + b_7\Delta\text{RiskFin} + b_8\Delta\text{Impo} + \varepsilon$$

Cette formule nous a permis de dégager trois modèles qui seront soumis aux tests de la régression pas à pas :

Modèles	Variable à expliquer	Variable explicative changeante	Équation linéaire
Modèle 1	CFN	Liquidité	$\Delta\text{CFN} = a + b_1\Delta\text{CA} + b_2\Delta\text{ChExpl} + b_3\Delta\text{BFR} + b_4\Delta\text{Immo} + b_5\Delta\text{Dette} + b_6\Delta\text{ChFin} + b_7\Delta\text{Liquid} + b_8\Delta\text{Impo} + \varepsilon$
Modèle 2	CFN	Solvabilité	$\Delta\text{CFN} = a + b_1\Delta\text{CA} + b_2\Delta\text{ChExpl} + b_3\Delta\text{BFR} + b_4\Delta\text{Immo} + b_5\Delta\text{Dette} + b_6\Delta\text{ChFin} + b_7\Delta\text{Solv} + b_8\Delta\text{Impo} + \varepsilon$
Modèle 3	CFN	Profitabilité	$\Delta\text{CFN} = a + b_1\Delta\text{CA} + b_2\Delta\text{ChExpl} + b_3\Delta\text{BFR} + b_4\Delta\text{Immo} + b_5\Delta\text{Dette} + b_6\Delta\text{ChFin} + b_7\Delta\text{Profit} + b_8\Delta\text{Impo} + \varepsilon$

Tableau 7.2. Les trois modèles complets d'estimation des paramètres

7.1.2. Analyse des données

7.1.2.1. Analyse des secteurs d'activité

Le tableau 7.3 regroupe le nombre d'opérations et leur pourcentage par année ; le 7.4 présente le nombre d'opérations par secteur et leur chiffre d'affaires total.

Année	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Nombre d'opérations	3	2	4	7	15	31	18	5	1	4	90
Pourcentage	3,33	2,22	4,44	7,78	16,67	34,44	20,00	5,56	1,11	4,44	100

Tableau 7.3. Nombre d'opérations par année

Secteur d'activité	Nombre d'opérations		Chiffre d'affaires total (en millions d'euros)	
	Nombre	Pourcentage	Montant	Pourcentage
Matériaux de base	5	5,56 %	75 058	21,47 %
Industries	21	23,33 %	65 674	18,79 %
Produits de consommation	14	15,56 %	4 734	1,35 %
Santé	3	3,33 %	37 068	10,60 %
Biens de consommation et services	7	7,78 %	1 439	0,41 %
Médias et divertissements	3	3,33 %	871	0,25 %
Technologie	18	20,00 %	1 331	0,38 %
Construction	9	10,00 %	3 548	1,01 %
Énergie	3	3,33 %	70 078	20,04 %
Commerce de détail	7	7,78 %	89 807	25,69 %
TOTAL	90	100 %	349 608	100 %

Tableau 7.4. Nombre d'opérations par secteur d'activité

Ces différents tableaux nous mènent à plusieurs observations. 70 % des opérations se concentrent autour des trois années : 2009, 2010, 2011. En ce qui concerne leurs secteurs d'activité, nous constatons que les opérations dans le secteur industriel représentent 23 % de l'échantillon total, le secteur de la nouvelle technologie 20 % et le secteur des produits de consommation presque 16 %.

Par conséquent, ces trois secteurs captent à eux seuls 59 % de notre échantillon. Le reste étant constitué d'entreprises appartenant aux autres secteurs. Il faut souligner que ces 90 entreprises ont réalisé l'année du regroupement un chiffre d'affaires total de 349 608 millions d'euros. Cependant, la dispersion du chiffre d'affaires par secteur ne suit pas la même dispersion sectorielle du nombre d'entreprises. Par exemple, le secteur de l'énergie, avec seulement trois opérations, représente 20 % du chiffre d'affaires total, le secteur des matériaux de base avec cinq opérations représente 21 % et le secteur du commerce de détail avec sept opérations représente presque 26 %.

7.1.2.2. Analyse des données comptables

Cette analyse nous permet d'observer les caractéristiques de chaque groupe avant et après la fusion ou l'acquisition.

Éléments	N	Année de la fusion	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart-type
		Trois ans après	Année de la fusion	Trois ans après	Année de la fusion	Trois ans après
Total actif	47	15,14	13,13	74 206,00	74 271,00	5 840,93
Capitaux propres	47	6,74	5,67	34 950,00	45 600,00	1 612,27
Chiffre d'affaires	47	18,12	19,94	64 802,00	68 728,80	5 164,25
Dettes totales	47	0,07	6,20	33 326,40	30 204,00	3 420,43
Disponibilités	47	1,09	1,46	2 453,30	3 178,20	387,26
Clients	47	0,00	0,00	7 574,40	7 450,00	1 027,59
Fournisseurs	47	0,00	0,00	12 554,20	13 278,20	1 156,24
Résultat opérationnel	47	-2 520,00	-396,81	1 635,60	4 311,00	18,22
Résultat net	47	-3 610,00	-50,88	1 050,40	4 006,00	17,33

Tableau 7.5. Données descriptives en valeur du groupe créateur de valeur (en millions d'euros)

Éléments	N	Minimum		Maximum		Moyenne	Écart-type
		Année de la fusion	Trois ans après	Année de la fusion	Trois ans après		
Total actif	43	2,61	1,08	84 001,00	83 620,00	3 816,36	3 651,09
Capitaux propres	43	0,44	-57,53	32 401,00	32 146,00	1 047,70	996,58
Chiffre d'affaires	43	0,94	0,89	114 557,00	102 540,00	4 013,14	3 757,84
Dettes totales	43	0,35	0,14	38 385,00	35 339,00	2 173,38	2 553,76
Disponibilités	43	0,01	0,02	5 241,00	6 474,00	277,05	274,86
Clients	43	0,00	0,00	19 262,00	17 669,00	840,67	769,71
Fournisseurs	43	0,00	0,00	9 882,00	10 236,00	510,93	531,86
Résultat opérationnel	43	-9,59	-803,00	13 656,00	9 914,00	384,21	242,71
Résultat net	43	-11,14	-1 381,0	6 904,00	5 941,00	191,24	97,29
						1 050,72	941,54

Tableau 7.6. *Données descriptives en valeur du groupe déstructeur de valeur (en millions d'euros)*

En ce qui concerne les deux groupes, les moyennes des éléments représentant la taille (actif total, capitaux propres et chiffre d'affaires) sont plus élevées chez le groupe créateur de valeur que chez le groupe destructeur de valeur. Ce constat laisse penser que la taille des entreprises appartenant au premier groupe est plus grande que celle des entreprises appartenant au deuxième groupe. Il est donc possible que les grandes firmes réussissent mieux les opérations de fusions et d'acquisitions horizontales que les autres firmes.

La deuxième remarque à souligner est que les évolutions des moyennes chez les deux groupes sont très différentes. Nous observons, trois ans après l'opération, une nette augmentation chez le groupe créateur de valeur de presque tous les résultats, notamment le chiffre d'affaires (de 5 164 M€ à 5 960 M€), le résultat d'exploitation (de 18 M€ à 222 M€) et le bénéfice net (de 17 M€ à 244 M€). Cependant, chez le groupe destructeur de valeur, une baisse a été constatée trois ans après l'opération de presque tous les résultats, notamment le chiffre d'affaires (de 4 013 M€ à 3 757 M€), le résultat d'exploitation (de 384 M€ à 242 M€) et le bénéfice net (191 M€ à 97 M€).

Par conséquent, cette nette différence entre les deux groupes conforte l'idée que le cash-flow net est un bon critère de mesure de la création de valeur distinguant un premier groupe améliorant sa situation générale et un second groupe dégradant sa situation générale. Le tableau 7.7 apporte plus de détails en comparant les performances des deux groupes.

Trois ans après la fusion, le groupe créateur de valeur améliore ses performances en baissant la part du BFR dans son chiffre d'affaires de 18,59 %, et en augmentant la rentabilité opérationnelle de 965,71 % et la rentabilité nette de plus de 1 000 %. En revanche, trois ans après l'opération, une dégradation des performances du deuxième groupe a été constatée. Les rentabilités opérationnelle et nette ont par conséquent baissé respectivement de 32,50 % et 45,70 %.

En ce qui concerne l'année de la fusion, le BFR moyen représente 7,21 % du chiffre d'affaires moyen du premier groupe, contre 24 % du deuxième groupe. Logiquement, nous pouvons penser que les entreprises de grande taille exercent plus de pression sur leurs partenaires commerciaux. Cependant, durant la même année de l'opération, le deuxième groupe réalise globalement des performances plus élevées que le premier groupe (pour le premier groupe : charges financières/dettes totales = 2,69 %, résultat opérationnel/actif total = 9,57 %, résultat net/CA = 4,77 % contre respectivement 2,73 % ; 0,35 % ; 0,34 % pour le deuxième groupe). Ainsi, nous déduisons que les entreprises appartenant au groupe destructeur de la valeur réalisaient des résultats positifs avant la fusion ou l'acquisition, et que leurs mauvaises performances, trois ans après, sont dues à l'opération de rapprochement.

Éléments	Moyennes du groupe créateur de valeur			Moyennes du groupe destructeur de valeur	
	Année de la fusion	Trois ans après la fusion	Variation	Année de la fusion	Variation
Immobilisations/Actif total	67,20 %	68,22 %	1,52 %	54,08 %	54,99 %
Charges financières/Dettes totales	2,73 %	2,73 %	0,00 %	2,69 %	3,74 %
BFR/Chiffre d'affaires	7,21 %	5,87 %	-18,59 %	24,04 %	22,26 %
Résultat opérationnel/Actif total	0,35 %	3,73 %	965,71 %	9,57 %	6,46 %
Résultat net/Chiffre d'affaires	0,34 %	4,11 %	1 108,82 %	4,77 %	2,59 %

Tableau 7.7. Variations des ratios des deux groupes

7.1.2.3. Analyse descriptive du groupe créateur de valeur

Le tableau 7.8 montre les statistiques descriptives des variables des entreprises du groupe créateur de valeurs utilisées dans l'analyse.

Variables	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart-type
ΔCFN	47	0,004926	2,106395	0,828496	0,643532
ΔCA	47	0,021342	1,451343	0,769400	0,402827
ΔChExpl	47	-0,463326	1,319796	0,346372	0,397748
ΔImmo	47	-2,035708	2,244734	-0,080907	0,895161
ΔBFR	47	-0,580610	1,081512	0,226085	0,411766
ΔChFin	47	-1,000000	1,653903	0,129818	0,718816
ΔDette	47	-0,755404	0,892708	-0,066427	0,364659
ΔLiquid	47	-0,515371	0,896518	0,147240	0,366698
ΔSolv	47	-2,271730	3,280212	0,762344	1,202264
ΔProfit	47	-0,469026	2,188097	0,633096	0,713910
ΔImpo	47	-0,352929	0,215957	-0,101288	0,128276
N valide (listwise)	47				

Tableau 7.8. Données descriptives du groupe créateur de valeur

Dans ce groupe considéré comme créateur de valeur, les entreprises ont augmenté leur cash-flow net de 82 % en moyenne avec seulement 76 % d'évolution moyenne du chiffre d'affaires. Nous constatons de ce fait que l'augmentation du cash-flow net n'est pas due qu'à l'augmentation du chiffre d'affaires, mais peut-être aussi grâce à la maîtrise des autres coûts. Le pourcentage le plus petit de la variation du chiffre d'affaires (2,13 %) confirme cette hypothèse, sachant que cette entreprise a augmenté son cash-flow net, car elle fait partie du groupe créateur de valeur.

Il convient de noter que la moyenne la plus élevée concerne la variation du chiffre d'affaires et la variation de la solvabilité, qui est de 76 %. Ensuite, nous trouvons la

variation de la profitabilité avec une augmentation de 63 %. Deux légères diminutions de l'impôt (-10 %) et des immobilisations (-8 %) sont constatées chez le groupe créateur de valeur pouvant traduire la volonté de ces entreprises d'optimiser leur potentiel fiscal et réduire leurs coûts d'investissement en immobilisations. Cependant, une baisse de l'endettement (-6 %) ne signifie pas pour autant une diminution des charges financières comme dans le cas de notre échantillon. Il se peut que les entreprises créatrices de valeur optent plus pour les dettes à court terme ayant un taux d'intérêt plus élevé pour se retrouver avec des charges financières plus importantes.

7.1.2.4. Analyse descriptive du groupe destructeur de valeur

Le tableau 7.9 rapporte les données relatives aux sociétés appartenant au groupe destructeur de valeur.

Variables	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart-type
ΔCFN	43	-2,543146	-0,033242	-0,949074	0,817943
ΔCA	43	-0,849231	0,943873	0,098417	0,339292
ΔChExpl	43	-0,455211	0,972326	0,159367	0,283575
ΔImmo	43	-1,000000	1,441694	0,203317	0,631553
ΔBFR	43	-0,786168	1,064247	0,171945	0,379528
ΔChFin	43	-0,672717	0,707726	0,023046	0,308704
ΔDette	43	-0,791122	1,257161	0,212626	0,495102
ΔLiquid	43	-0,430206	0,652795	0,118497	0,260495
ΔSolv	43	-3,747425	2,592399	-0,914565	1,476265
ΔProfit	43	-1,965027	0,499819	-0,940314	0,651979
ΔImpo	43	-0,735397	0,980427	-0,029723	0,325506
N valide (listwise)	43				

Tableau 7.9. Données descriptives du groupe destructeur de valeur

Cet échantillon, composé de 43 entreprises ayant vu leur cash-flow net baisser en moyenne de 95 % trois ans après la fusion, met en avant les deux variations les plus élevées, à savoir la profitabilité (-94,03 %) et la solvabilité (-91,45 %). La baisse de

la profitabilité est due à la baisse du bénéfice des entreprises de ce groupe et à l'augmentation de leurs actifs, essentiellement les immobilisations (20 %). Cependant, puisque les actifs ont augmenté, la baisse de la solvabilité est due uniquement à l'augmentation excessive de l'endettement total¹. Ce constat sera validé lors de l'analyse des régressions. Remarquons que la baisse la plus petite correspond à la variation de l'impôt (-2,97 %). Cette baisse est tout à fait normale dans la mesure où les entreprises de ce groupe ont vu leur bénéfice baisser après l'opération de rapprochement.

Il faut souligner que les évolutions moyennes des coûts d'immobilisations (+20,33 %), des charges d'exploitation (15,93 %) et du BFR (+17,19 %) sont plus importantes que l'évolution du chiffre d'affaires (+9,84 %). Logiquement, ce déséquilibre des variations explique l'incapacité de ces entreprises à maîtriser ces trois coûts entraînant ainsi une baisse du cash-flow net moyen (-95 %).

Enfin, nous avons supposé qu'une augmentation de la capacité d'endettement est une source de création de valeur dans la mesure où elle permet à l'entreprise de disposer du cash à tout moment. D'ailleurs, c'est la raison pour laquelle nous avons une variation positive du ratio liquidité (11,84 %). Toutefois, comme ce groupe destructeur de valeur a augmenté cette capacité d'endettement (21,26 %), nous pourrions en déduire que nos desseins ne sont pas cohérents avec nos hypothèses, ainsi que celles des autres chercheurs. L'augmentation des charges financières (2,30 %) confirme cette élévation des dettes financières. Dans une telle perspective, il serait pertinent d'attendre les résultats des régressions, car nous avons supposé aussi que l'augmentation de la capacité d'endettement est créatrice de valeur dans le cas où elle ne dépasserait pas le seuil optimum créateur de valeur.

7.1.3. *Constats et déductions*

7.1.3.1. *Éléments influençant la valeur*

Selon nos résultats (voir en annexe), nous avons constaté qu'après leur rapprochement, les entreprises françaises créatrices de valeur concentrent leurs efforts sur les éléments suivants : l'augmentation du chiffre d'affaires, la restructuration des charges opérationnelles, la réduction du coût d'investissement, la réduction du risque financier et l'optimisation fiscale. Cependant, les entreprises françaises destructrices de valeur négligent les méfaits de l'endettement excessif et la restructuration des charges opérationnelles. La figure 7.3 résume nos résultats.

1. Le ratio solvabilité = actif total/endettement total.

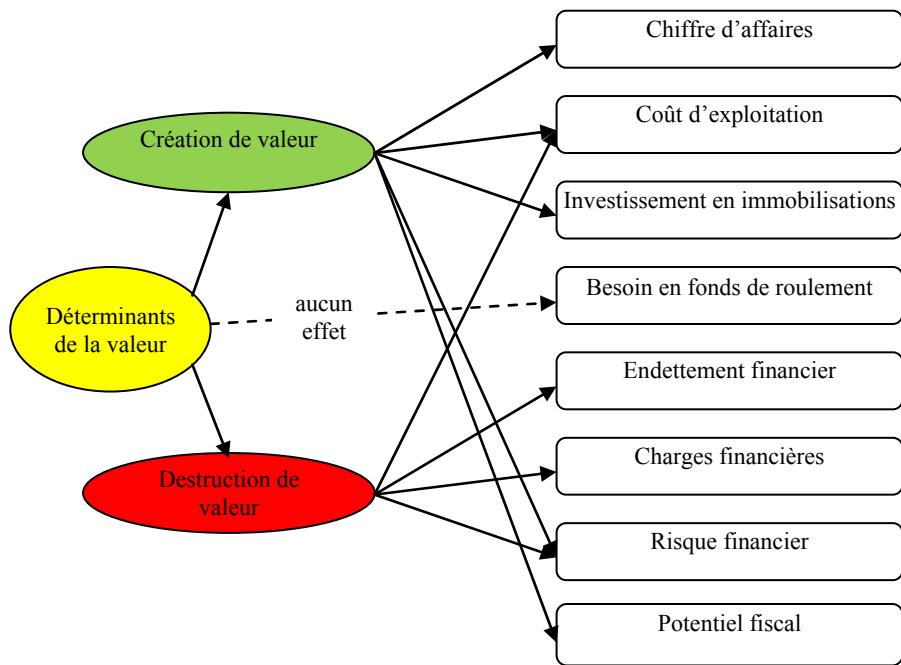


Figure 7.3. Sources de création et de destruction de valeur dans les fusions et acquisitions

Comme les économies d'impôt et la baisse du coût d'investissement sont provisoires et ne peuvent être réalisées que pendant les premières années après la fusion ou l'acquisition, nous pouvons regrouper les autres éléments dans deux principaux facteurs : la croissance des ventes et la restructuration des charges. En fait, une fusion ou une acquisition sans augmentation du chiffre d'affaires est vouée à l'échec. Toutes les opérations de rapprochements ont pour but, d'une façon directe ou indirecte, la croissance du chiffre d'affaires. Il est à la base de toutes les concentrations. Cependant, sans la restructuration des charges, cette croissance du chiffre d'affaires est aussi vouée à l'échec. Globalement, la création de valeur actionnariale nécessite la présence des deux facteurs.

Pour toutes les entreprises industrielles, si on supprime les rentrées d'argent à caractère exceptionnel comme la vente des immobilisations et des instruments financiers, la seule source d'entrée d'argent est représentée par les ventes de marchandises et de matières premières. Toutes les autres sources de création de valeur ne permettent que la réalisation des économies de coût en dépensant moins. Ainsi, pour une création de valeur

sûre dans les fusions/acquisitions horizontales, il faut à la fois garantir une croissance du chiffre d'affaires et procéder à une restructuration des charges. La différence entre ces deux variables permet le remboursement des dettes, le paiement des impôts, la rémunération des actionnaires et la constitution d'une réserve d'argent. Elle favorise, par conséquent, l'augmentation de la profitabilité, de la liquidité et de la solvabilité.

Il convient de ne pas négliger le rôle destructeur d'un endettement excessif. Mais, nous avons estimé qu'une entreprise disposant d'assez de liquidité s'abstiendra de s'endetter excessivement. En réalité, toutes les variables sont étroitement liées entre elles et peuvent influencer directement ou indirectement la création de valeur. Pour illustrer ces propos, la figure 7.4 résume cette interconnexion et ce croisement entre les facteurs influençant la valeur dans les fusions/acquisitions.

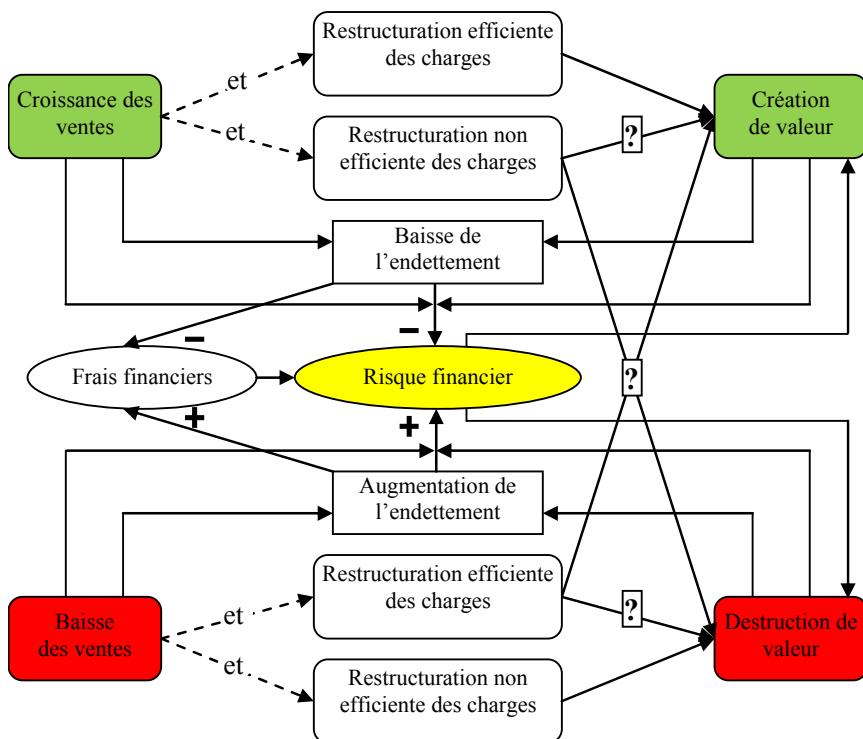


Figure 7.4. Liaisons entre les différents déterminants de la valeur

Si la croissance des ventes est accompagnée d'une restructuration efficiente des charges, la création de valeur serait constatée. Par contre, si elle est accompagnée

d'une restructuration non efficiente des charges, le résultat pourrait être une création ou une destruction de la valeur. Dans le cas de création de valeur, la croissance des ventes favorise la baisse de l'endettement qui favorise à son tour la baisse des frais financiers. Enfin, dans le même cas de figure, la croissance des ventes, la baisse de l'endettement et des frais financiers contribuent à réduire le risque financier. La réduction de ce dernier permet aussi la création de valeur.

En cas de baisse des ventes et de restructuration non efficiente des charges suite à une fusion ou une acquisition, une destruction de valeur pourrait être constatée. Si cette baisse des ventes est accompagnée cette fois-ci par une restructuration efficiente des charges, les deux résultats (création ou destruction de valeur) seraient envisageables. En cas de création de valeur, nous pourrions nous attendre également à deux scénarios : le premier cas de création de valeur expliqué plus haut ou le deuxième cas de destruction de valeur. Dans ce dernier cas (destruction de valeur), la baisse des ventes favorise l'augmentation de l'endettement et, par conséquent, l'augmentation des charges financières. Ainsi, le risque financier augmente et la valeur de l'entreprise baisse.

Cependant, le vrai problème qui pourrait se poser après la fusion ou l'acquisition reste le problème de fuite de contrôle remettant en cause toute la restructuration du groupe qui serait très coûteuse. La fuite de contrôle est due à une croissance importante de la taille de la nouvelle entité et à la multiplication de ses services. Elle ne peut être résolue que par une restructuration efficace, courte et rapide. C'est la raison pour laquelle nous considérons que le chiffre d'affaires et la restructuration des charges sont à la base de la création de valeur dans les fusions et acquisitions.

7.1.3.2. Enseignements de l'étude

Comme, dans notre étude, l'endettement excessif est le premier responsable de la destruction de valeur, à notre sens, sa seule maîtrise ne permet pas la création de valeur. Autrement dit, avec la maîtrise de l'endettement, il faut pareillement assurer la croissance du chiffre d'affaires et la restructuration des charges. Il convient de ne pas se concentrer sur un facteur et en négliger un autre. Pour résumer ces conclusions, nous formulerons les points suivants :

- les fusions et acquisitions ne sont pas toujours créatrices de la valeur ;
- les fusions et acquisitions permettent une meilleure utilisation du potentiel fiscal ;
- pour créer la valeur après une fusion ou une acquisition, il convient de se concentrer sur le chiffre d'affaires et la restructuration des charges sans négliger la maîtrise de la capacité d'endettement ;

- pour éviter de détruire de la valeur après une fusion ou une acquisition, il importe de se concentrer sur la maîtrise de la capacité d'endettement sans négliger la croissance des ventes et la restructuration des charges ;
- les fusions et acquisitions créent de la valeur aussi grâce à la réduction des coûts d'investissement et à l'optimisation fiscale ;
- le risque financier et le coût d'exploitation sont liés à la situation de l'entreprise. En cas de création de la valeur, ils créent de la valeur, en cas de destruction de la valeur, ils en détruisent ;
- le besoin en fonds de roulement n'a aucun effet sur la variation de la valeur ;
- la création de valeur dans les fusions et acquisitions est globalement d'origine stratégique ;
- la destruction de valeur dans les fusions et acquisitions est principalement d'origine financière ;
- trois ans après l'opération, presque la moitié des opérations de fusions et d'acquisitions se soldent par une création de valeur et l'autre moitié par une destruction de valeur ;
- les grandes firmes réussissent mieux les fusions et acquisitions.

À la lumière de cette étude, afin de créer la valeur, il serait préférable pour les entreprises fusionnées de concentrer leurs efforts, tout d'abord, sur les facteurs créateurs et destructeurs de valeur en même temps, à savoir, la restructuration des charges opérationnelles et la réduction du risque financier. Ensuite, sur l'augmentation des ventes, la réduction des coûts d'investissement et la maîtrise de l'endettement financier.

7.2. Stratégie de croissance des groupes : exemple Sanofi

En raison des diverses législations nationales et du risque élevé de la concurrence, notamment en matière de protection des innovations, l'industrie pharmaceutique est d'une rare complexité. Le développement d'une molécule nécessite plusieurs centaines de milliers d'euros et de nombreuses années de travail, ainsi que plusieurs mois d'attente pour l'obtention de l'autorisation de mise sur le marché. En conséquence, il n'y a que les grandes firmes disposant d'un fonds de roulement et d'un pouvoir de négociation importants qui peuvent renouveler constamment leur portefeuille et mieux résister à la concurrence. Dans ce sens, l'OPA de Sanofi sur Aventis pouvait être motivée par ces raisons pour renouveler ses produits vieillissants et améliorer ses perspectives de croissance et de rentabilité.

7.2.1. Secteur pharmaceutique et utilité de la croissance externe

7.2.1.1. Le secteur pharmaceutique

7.2.1.1.1. Les acteurs du secteur pharmaceutique

Ces dernières années, les entreprises pharmaceutiques ont été confrontées aux problèmes de remboursement de médicaments imposés par les restrictions budgétaires des États européens. Ces médicaments qui représentent un enjeu majeur pour les entreprises regroupent quatre types : (1) les médicaments prescrits sont remboursables aux acheteurs et sont des médicaments dont les perspectives de vente excèdent le milliard de dollars annuel ; (2) les OTC² sont des médicaments qui peuvent être achetés sans prescription particulière ; (3) les médicaments génériques sont moins chers que les produits de marque et peuvent être produits lorsque le brevet protégeant la molécule source arrive à échéance ; (4) les « biotechs » sont développées par les laboratoires biotechnologiques en quantités réduites et destinées à des domaines thérapeutiques limités.

En ce qui concerne les acteurs, nous distinguons globalement trois grands groupes d'acteurs dans l'industrie pharmaceutique suivant des stratégies différentes selon les particularités de leurs produits :

– les grands groupes internationaux de haute technologie : ils intègrent l'ensemble des opérations allant de la recherche à la production. La stratégie de ces grands groupes est axée sur d'importants investissements en R&D, en marketing et en infrastructures de vente ;

– les laboratoires « génériques » : ils produisent à moindre coût des spécialités thérapeutiques dont les brevets sont arrivés à échéance. Ils sont principalement présents aux États-Unis, en Inde et en Chine, et tendent à se développer en Europe ;

– les laboratoires de niche : ils se focalisent sur une spécialité thérapeutique particulière ou bien sur un secteur précis. Ils sont pour la plupart des sous-traitants des grandes compagnies qui ne prennent en charge que l'activité de R&D.

7.2.1.1.2. La réglementation sanitaire

Chaque État dispose d'une agence responsable de produits liés à la santé. Cette agence a la compétence d'autoriser la mise en circulation d'un médicament sur le territoire national. En France, c'est le rôle de l'Agence française de sécurité sanitaire des produits de santé (AFSSAPS). L'autorisation de mise sur le marché (AMM)

2. Over The Counter.

d'un médicament donne la garantie que ce médicament est de bonne qualité et efficace dans le domaine pour lequel il a été approuvé.

Au niveau européen, la procédure centralisée est obligatoire pour les médicaments issus de la biotechnologie et les demandes sont soumises directement à l'EMEA³. À l'issue de l'évaluation scientifique, l'avis du comité scientifique est transmis à la Commission européenne afin de le transformer en une autorisation valable sur l'ensemble du marché européen. La procédure décentralisée s'applique à la majorité des médicaments traditionnels et repose sur le principe de reconnaissance mutuelle des autorisations nationales.

Les prix de vente en officine sont fixés par convention entre le laboratoire et le Comité économique des produits de santé (CEPS). La rémunération des grossistes/repartiteurs et des officines sur ces médicaments est fixée par arrêté. Les remises accordées aux pharmaciens par les grossistes répartiteurs ou les laboratoires sont plafonnées. Par contre, les médicaments non remboursables bénéficient d'une grande liberté au niveau prix.

Suite à la volonté de réduire les déficits budgétaires dans les pays de l'Union européenne, la tendance actuelle est plutôt à la diminution des dépenses de santé publique, caractérisée par une réduction de la remboursabilité des nouveaux médicaments. Si l'on ajoute à cela la volonté des entreprises pharmaceutiques d'allonger la validité des brevets, on comprend facilement que le lobby pharmaceutique est omniprésent à la fois au niveau des États et au niveau européen. Cette nécessité de pression sur les gouvernements fournit aux firmes pharmaceutiques une raison importante de tenter de s'agrandir le plus possible et de vouloir se doter d'un pouvoir de négociation plus conséquent.

7.2.1.2. Stratégies de développement des groupes Sanofi et Aventis

7.2.1.2.1. Évolution du groupe Sanofi-Synthélabo

À l'aube des années 1970, la compagnie pétrolière Elf-Aquitaine cherchant à se diversifier confie à Monsieur Dehecq, ingénieur, et à Monsieur Sautier, financier, la charge de créer un nouveau pôle de croissance. En conséquence, la société Sanofi a été créée suite à la prise de contrôle de la société pharmaceutique Labaz par le groupe Elf-Aquitaine. Elle devient la petite filiale santé de ce groupe. Dans les premières années qui ont suivi sa création, Sanofi a procédé aux acquisitions des sociétés Parcor, Clin-Midy et Choay. En 1978, la société lance Ticlid, son premier produit majeur sur le marché.

3. European Agency for the Evaluation of Medicinal Products.

En 1994, Sanofi fait une entrée significative sur le marché américain par l'acquisition de Sterling Winthrop, la branche pharmaceutique du groupe Eastman Kodak. Trois ans après, elle lance sur ce marché son premier produit Avapro puis Plavix. Ce dernier produit a toujours fait la fierté du groupe, car il représentait le chiffre d'affaires le plus élevé du groupe. En 1998, Sanofi était une société anonyme dont 53,61 % des actions étaient détenues par Elf-Aquitaine et le reste par des investisseurs privés.

À la fin de 1998, Sanofi entame des négociations avec le groupe Synthélabo pour une éventuelle fusion. Synthélabo était classé 3^e groupe pharmaceutique en France et Sanofi 2^e. Synthélabo a été créé en 1970 suite à la fusion des Laboratoires Dausse (fondés en 1834) et des Laboratoires Robert et Carrière (fondés en 1899). Il a lancé en 1988 deux produits majeurs sur le marché français, Stilnox et Xatral. En 1993, il lance le Stilnox aux États-Unis sous le nom commercial d'Ambien, qui devient, un an après, le premier médicament dans le traitement de l'insomnie⁴. Synthélabo était une société anonyme dont 56,64 % des actions étaient détenues par L'Oréal et le reste par des investisseurs privés.

Au final, la fusion des deux sociétés Sanofi et Synthélabo est devenue effective le 18 mai 1999 avec M. Dehecq à sa tête propulsant le nouveau groupe Sanofi-Synthélabo à la 2^e place en France après Aventis, 7^e place en Europe et 14^e place mondiale. Sa structure du capital a été modifiée : Elf Aquitaine détenant désormais 35,2 %, L'Oréal 19,6 % et le public 43,6 %. Il cédera par conséquent ses activités de beauté, de santé-nutrition animale et de diagnostics⁵.

7.2.1.2.2. Aventis : le groupe franco-allemand

Aventis constitue un exemple de fusion à l'échelon européen. Basée à Strasbourg, cette entreprise se présente sous la forme d'une société anonyme issue du rapprochement en 1999 entre l'allemand Hoechst et le français Rhône-Poulenc, lui-même fruit de la fusion, en 1928, des sociétés chimiques des usines du Rhône et des établissements Poulenc Frères. Tout comme Sanofi-Synthélabo, la société franco-allemande faisait partie du CAC 40.

Le groupe Aventis est actif dans la recherche, la production et la commercialisation de produits pharmaceutiques dans le secteur des vaccins humains, *via*

4. Données IMS.

5. Suite à cette fusion, en 1999, la Commission européenne a infligé au nouveau groupe une amende de 100 000 euros et révoqué la décision d'autorisation de la fusion. Ayant été dénoncés par des concurrents, ces deux groupes avaient fourni des informations inexactes à propos de leurs activités de substances actives stupéfiantes qui auraient représenté une concentration après la fusion.

Aventis Pasteur et dans le secteur de la santé animale. Aventis a une forte présence aux États-Unis où elle possède un important centre de recherche et plusieurs sites industriels. Son capital social est détenu par le public (80,2 %) et par le groupe Kuwait Petroleum (13,5 %).

Malgré tous les efforts et manœuvres engagés par le groupe Aventis, il est remarquable de constater que son capital reste toujours dispersé et exposé aux OPA, ce qui le rend vulnérable et une cible potentielle pour les grands groupes. D'ailleurs, Boisson *et al.* (2001) en parlant de la fusion de Rhône-Poulenc et Hoechst, en 1999, qui a donné naissance à Aventis, notaient qu'il est vraisemblable qu'une telle approche négociée résultait d'un effort pour éviter de tomber sous la domination d'un tiers.

7.2.1.2.3. Comparaison financière entre les deux groupes

Dans le tableau 7.10, nous présentons les principaux éléments de bilan et des comptes de résultat. À cela, nous ajoutons quelques ratios et données boursières :

Données (M = millions d'euros)	Sanofi-Synthélabo		Aventis	
	2002	2003	2003	2002
TAILLE				
Effectif au 31/12	32 436	33 086	75 567	77 858
Chiffre d'affaires (CA)	7 448 M	8 048 M	17 815 M	20 622 M
Capital social	1 465 M	1 466 M	3 065 M	3 054 M
Total bilan	9 459 M	9 749 M	28 277 M	31 073 M
Capitaux propres	6 035 M	6 323 M	9 753 M	10 490 M
Immobilisations	2 899 M	2 712 M	18 501 M	21 427 M
PERFORMANCE				
Résultat net (RN)	1 846 M	2 079 M	1 901 M	2 091 M
Résultat opérationnel (RO)	2 614 M	3 075 M	3 670 M	2 830 M
Trésorerie nette	2 765 M	2 465 M	828 M	756 M
Bénéfice par action	2,42	2,95	2,42	2,64
Dividende net par action	0,84	1,02	0,82	0,70

Données (M = millions d'euros)	Sanofi-Synthélabo		Aventis	
	2002	2003	2003	2002
Taux d'endettement total ⁶ :	6,89 %	5,82 %	49,71 %	33,42 %
Dont à long terme :	1,08 %	0,84 %	32,38 %	17,03 %
À court terme :	5,82 %	4,98 %	17,33 %	16,50 %
CROISSANCE				
Taux de croissance du CA 2003	+8,1 %		-13,6 %	
Taux de croissance du RN 2003	+18 %		-9 %	
Taux de croissance du RO 2003	+17,6 %		+29,7 %	

Tableau 7.10. Comparaison entre Sanofi-Synthélabo et Aventis avant la fusion

Sur ce tableau, nous constatons que la taille de la société Sanofi-Synthélabo ne représente même pas la moitié de la société Aventis. Elle lui est même inférieure de trois fois, si on prend en compte le total du bilan ou bien les immobilisations. Il est toutefois frappant de constater que cette petite entreprise a fait un bénéfice net supérieur à celui d'Aventis. Ainsi, Sanofi comptabilisait un résultat net de 2 079 millions d'euros contre 1 901 millions d'euros pour Aventis, avec la moitié d'armes de cette deuxième (capital, effectif et chiffre d'affaires). En conséquence, un investisseur « sanofiste » gagne plus qu'un investisseur « aventiste » (2,95 euros contre 2,42 euros).

Notons que la trésorerie nette d'Aventis est de 828 millions d'euros, alors que celle de Sanofi est trois fois supérieure (2 465 millions d'euros). Le taux d'endettement de Sanofi est très faible (inférieur à 10 %), tandis que chez Aventis, il représente la moitié de ses capitaux propres. Pour couvrir ses besoins en liquidité (en raison d'un CA qui a baissé en 2003), Aventis a doublé ses dettes à long terme en influençant ainsi négativement son résultat final.

6. Dettes financières/capitaux propres. Nous privilégions cette formule pour comprendre à quelle hauteur l'entreprise est capable de rembourser ses dettes grâce à ses propres fonds (Houghton, 1984 ; Rose et Giroux, 1984).

Aventis se trouvait, donc, dans une situation de vulnérabilité extrême⁷ : très endettée depuis cinq ans, dégradation de la situation générale et un capital dispersé. Par contre, Sanofi-Synthélabo n'avait pas cessé de soigner son bilan, satisfaire ses investisseurs et améliorer sa santé financière.

7.2.2. L'OPA de Sanofi, une stratégie offensive

7.2.2.1. Stratégie de préparation de l'OPA

Le 3 janvier 2004, Sanofi-Synthélabo transmet confidentiellement un projet à la Commission européenne pour évaluer les éventuels problèmes concurrentiels d'une offre sur Aventis. Le 14 janvier, la rumeur d'une fusion s'étend. Le 26 janvier, Sanofi-Synthélabo annonce officiellement aux actionnaires d'Aventis une offre publique mixte qui combine OPE⁸ à 81 % et OPA à 19 %. L'offre porte sur 47,8 milliards d'euros à 60,43 euros l'action Aventis. Le 3 février, l'AMF juge l'offre publique recevable et accorde son visa le 13 février.

Cette offre publique pourrait étonner *a priori*, la firme visée ayant le double de chiffre d'affaires (17,8 milliards d'euros pour Aventis contre 8 milliards pour Sanofi-Synthélabo en 2003) et le double des effectifs (75 000 personnes contre 33 000) de la firme initiatrice. Mais, si on étudie plus en détail la situation de Sanofi-Synthélabo, son projet est tout à fait raisonnable. En novembre 2003, ses principaux actionnaires, Total et L'Oréal, annoncent que leur alliance prendra fin en décembre 2004. Non protégée par son « pacte d'actionnaires » particulier, Sanofi-Synthélabo devenait exposée au risque d'OPA.

Force est de constater que Sanofi-Synthélabo préparait bel et bien cette opération depuis longtemps, car une opération inamicale d'une telle envergure nécessite une étude analysant toutes les circonstances et options stratégiques avec tous les partenaires. Premièrement s'agissant du financement de l'opération, Sanofi-Synthélabo a dû négocier un prêt de 12 milliards d'euros avec la BNP Paribas, le groupe Merrill Lynch et quelques sept autres établissements. La négociation d'une telle somme n'aurait-elle pas demandé plusieurs réunions et études de la part des banquiers afin de s'assurer des garanties⁹ ?

7. D'ailleurs, c'était la raison principale qui a incité les partenaires nationaux de Sanofi à soutenir cette opération, car ils pensaient que si ce n'était pas Sanofi, un autre groupe étranger l'aurait fait.

8. OPE : Offre publique d'échange. Elle ne donne pas lieu à une sortie de trésorerie.

9. Souvent, plusieurs banques financent en même temps une OPA afin de partager le risque d'échec. L'exemple de l'offre hostile ratée d'Elf sur TotalFina en 1999 sert de référence en la matière. Total a longtemps fermé sa porte à ceux qui avaient soutenu Elf dans la bataille.

Ensuite, s'agissant de la préparation interne qui exige une grande discréetion : les juristes, les financiers et les stratégies devaient fournir les motivations de l'opération et élaborer toutes les solutions afin de convaincre les investisseurs et les autorités de la concurrence. En cas de fusion, une étude minutieuse préliminaire d'éventuelles liquidations qui peuvent constituer des concentrations, de synergies possibles et d'étapes d'intégrations est nécessaire. Il a donc fallu établir un rapport détaillé qui anticipait toutes les questions de l'AMF et des autorités européennes de la concurrence parce que toute demande de renseignements complémentaires aurait engendré de nombreuses semaines de retard et aurait pu constituer une cause d'échec de l'OPA. Ce constat est facilement prouvé puisque le rapport d'activité de 2003 de Sanofi montre une augmentation très significative de la rémunération des auditeurs externes. Les missions accessoires passent de 823 000 € (en 2002) à 1 650 000 € (en 2003) et les autres prestations passent de 135 000 € (en 2002) à 476 000 € (en 2003).

En effet, durant les huit premiers mois de 2003, quelques dirigeants de Sanofi-Synthélabo et banquiers de Merrill Lynch s'étaient rencontrés pour étudier une éventuelle fusion avec Aventis. Mais à partir de septembre, ils revoyaient leur stratégie et se concentraient sur l'étude d'une OPA. Le groupe a alors ajouté à Merrill Lynch, la BNP Paribas, sept autres établissements bancaires et cinq cabinets d'avocats.

7.2.2.2. Actions de défense d'Aventis

L'OPA n'a pas été appréciée par Aventis qui prétendait que Sanofi-Synthélabo ne lui avait pas demandé son avis. Ensuite, elle a été contrée par ses dirigeants, car ils pensaient que cette OPA serait disciplinaire¹⁰ et leur coûterait leur poste. Il faut remarquer aussi qu'Aventis, pour se défendre, ne pouvait pas utiliser la stratégie du « pac-man » en lançant une OPA sur Sanofi-Synthélabo car le capital de cette dernière était verrouillé jusqu'en décembre 2004 par Total et L'Oréal.

Aventis décide alors de déposer un double recours en justice pour s'opposer à l'offre de Sanofi-Synthélabo : le 3 février contre la recevabilité d'une part, et le 13 février contre le visa d'autre part. Le groupe Aventis ne faisait ces manœuvres que pour gagner du temps et mieux organiser sa défense. En exposant ses arguments contre l'offre de Sanofi-Synthélabo, Aventis espérait influencer l'opinion de ses actionnaires et laisser fluctuer le cours de ses titres de façon à rendre l'offre peu attractive. À ce titre, Aventis a développé quatre arguments contre l'offre de Sanofi-Synthélabo :

– la faiblesse de la prime qui était de 15 % sur les trois derniers mois avant l'offre publique. Depuis l'annonce de l'offre publique, le cours du titre d'Aventis

10. Ce qui est vrai, car le P.-D.G. d'Aventis a été exclu du conseil d'administration après la fusion, et le reste des responsables Aventis n'ont eu que des postes moins importants que ceux de Sanofi.

s'était accru tandis que celui de Sanofi-Synthélabo affaibli, car les investisseurs avaient anticipé une surenchère sur l'offre de ce dernier ;

– le principe d'égalité des actionnaires n'était pas respecté. L'offre de Sanofi-Synthélabo n'avait pas pris en considération les 250 000 Bons de souscription d'actions (BSA) émis par Aventis en 2002 et 2003 au profit de ses salariés allemands ;

– l'offre n'a pas été soumise à l'autorisation de la FTC¹¹ au moment du dépôt de la demande ;

– Aventis s'opposait à ce que ses actionnaires soient payés avec des titres menacés de s'affaiblir dans le cas où Sanofi perdrat son procès américain contre les brevets de son produit phare, le Plavix.

Sur ce dernier point, la bataille entre Aventis et Sanofi-Synthélabo s'est intensifiée. Le 25 février, Aventis déposait un deuxième recours contre le visa de l'AMF, qui ne donnait pas suffisamment d'informations chiffrées en cas de perte de ce brevet. Évidemment, les estimations d'Aventis et Sanofi-Synthélabo divergeaient. Aventis estimait que le Plavix représentait 30 % des ventes de Sanofi-Synthélabo et qu'en cas d'abandon du brevet, le titre baisserait de 34 %. L'estimation de Sanofi-Synthélabo était égale à 18 % des ventes et mise sur une baisse du titre de 12 %.

Le 1^{er} mars, la cour d'appel de Paris a fixé au 6 mai l'examen des deux recours. L'arrêt sera prononcé fin mai. La clôture de l'appel se fera huit jours de Bourse après la publication. Comme l'affaire avait duré jusqu'à début juin, Aventis avait donc gagné trois mois. Le groupe misait sur ce délai pour convaincre ses actionnaires que s'il restait seul, son avenir était prometteur. Le groupe a mis en place une nouvelle stratégie de communication pour renforcer la cohésion de ses actionnaires. Il a présenté ses bons résultats de 2003 : une hausse de son chiffre d'affaires de 8 %, une dépense de R&D conséquente (3,1 milliards d'euros) et un bénéfice net par action qui devait augmenter de 22 %. Il a proposé également une solution aux actionnaires en manque de liquidités en annonçant intensifier le rachat de ses propres actions. Dans ce but, il devait dépenser 2 à 3 milliards d'euros en 2004.

Aventis n'a pas hésité à utiliser la stratégie du *spin-off* qui consiste à céder les activités non stratégiques. L'offre publique a accéléré cette démarche entamée en octobre 2003. Avec l'américain Blackstone, le groupe a créé la société Aurora (détenu à 49 % par Aventis) qui possédait les produits « en queue de portefeuille », représentant néanmoins un chiffre d'affaires de 1,5 milliard d'euros, en 2003. L'objectif du *spin-off*

11. Federal Trade Commission. C'est l'autorité américaine de la concurrence.

était d'améliorer la rentabilité d'Aventis afin d'élever son cours boursier et de démontrer que l'offre de Sanofi-Synthélabo restait insuffisante.

En parallèle, Aventis a essayé de trouver un chevalier blanc comme les groupes suisses Novartis et Roche. Ne parvenant pas à trouver un accord avec ce dernier, le groupe a envisagé sérieusement une fusion avec Novartis qui avait annoncé le 12 mars pouvoir relever le prix de l'offre initiale. Né en 1996 du rapprochement entre Ciba-Geigy et Sandoz, le groupe Novartis était classé cinquième groupe pharmaceutique mondial avec un chiffre d'affaires de 25 milliards de dollars et un résultat net de 5 milliards de dollars.

Ainsi, regroupés, Novartis et Aventis pourraient constituer le second groupe mondial pharmaceutique, disposant d'une bonne présence aux États-Unis avec une part de marché mondial de 8 % juste derrière Pfizer détenant 11 % du marché. La proposition de Novartis a été jugée crédible puisque le cours d'Aventis a progressé de 4,8 % le jour de son annonce atteignant son plus haut niveau (65 euros).

Au final, le 18 mars, le cours d'Aventis se retrouvait 8 % au-dessus de l'offre initiale de Sanofi-Synthélabo. Du 16 janvier, jour de la naissance de la rumeur, au 18 mars, la valeur de l'action Aventis a progressé de 15,6 %, alors que celle de l'action Sanofi-Synthélabo avait baissé de 7,6 %.

Il convient de remarquer que malgré toutes les préparations entamées par Sanofi-Synthélabo, ces erreurs ont failli faire échouer l'OPA. En effet, grâce à l'intervention du gouvernement français¹², le Suisse Novartis s'est retiré pour éviter un conflit politique avec la France. Par conséquent, tous les éléments étaient réunis incitant Sanofi-Synthélabo à réévaluer son offre.

7.2.2.3. Enfin, la réussite de l'OPA

Il serait pertinent de constater que grâce au soutien du gouvernement français et des deux grands groupes français L'Oréal et TotalFinaElf, Sanofi-Synthélabo est arrivé à absorber Aventis en parvenant à un accord pour créer Sanofi-Aventis. La nouvelle offre est devenue alors amicale avec 68,93 € pour chaque action Aventis, au lieu de 60,43 € proposés auparavant. Logiquement, pour financer cette hausse de valeur, le nouveau groupe a dû renégocier son accord d'emprunt de départ, passant de 12 à 15 milliards d'euros.

12. Conformément à l'article 151-3 du Code monétaire et financier, le ministre de l'Économie peut bloquer un investissement ne venant pas de l'Union européenne et concernant des secteurs stratégiques.

Le 12 avril 2004, Sanofi-Synthélabo annonce, après l'approbation par la Securities and Exchange Commission (SEC), l'ouverture de son offre américaine sur Aventis. Le 6 septembre 2004 marque la date de clôture de l'offre dans les trois pays de cotation d'Aventis (France, Allemagne et États-Unis), et le 31 décembre 2004 marque la disparition d'Aventis et son absorption par le groupe Sanofi-Aventis. En effet, Sanofi-Synthélabo a procédé par un changement de dénomination sociale devenant Sanofi-Aventis avec la société Aventis comme filiale, puis par la fusion-absorption d'Aventis. Toutes les données et références historiques seront celles de l'ancien groupe Sanofi-Synthélabo. La présidence du nouveau groupe a été confiée à M. Dehecq (ex-président de Sanofi-Synthélabo).

Le nouveau groupe est désormais le numéro trois mondial et le premier européen de la pharmacie. Ainsi, Sanofi-Synthélabo a su exploiter le bon moment pour lancer cette opération. Mais comme nous l'avons signalé auparavant, le succès d'une OPA ne garantit pas pour autant le succès total de l'opération, car une grande différence culturelle entre les deux groupes et une mauvaise gestion de la période d'intégration peuvent réduire à néant cet espoir de fusion.

7.2.3. Politique d'intégration et de réorganisation

7.2.3.1. Création de plusieurs comités de direction

Une équipe a été constituée de 18 membres adhérents au projet et susceptibles de motiver directement l'ensemble du personnel du nouveau groupe. Sa composition traduit une volonté de donner une large place et autonomie aux directions opérationnelles. La direction générale de Sanofi-Aventis a également mis en place plusieurs organes d'intégration, et chacun de ses membres a eu la responsabilité de constituer des équipes d'intégration et de conduire le processus au sein de sa direction.

Dans la direction intégration, on trouve des comités organisés par fonction et par région, composés d'un représentant de Sanofi-Synthélabo et d'un représentant d'Aventis. Leur mission est, au côté du responsable de la fonction et de la région, de préparer et de définir le processus d'une intégration effective des deux entités. Ils doivent faire un état des lieux de la fonction, proposer un schéma d'organisation de la fonction, établir un calendrier de travail et élaborer des méthodes de travail afin de préparer la mise en pratique du processus. Chaque responsable de fonction doit donner à son comité d'intégration les orientations stratégiques et organisationnelles qu'il entend mettre en action ainsi que les objectifs partagés avec le comité de pilotage.

Étant composé de sept représentants de chacun des groupes, le comité de pilotage est un groupe de travail animé par un ex-Sanofi et un ex-Aventis. Son

objectif est d'effectuer un état des lieux, de mieux connaître les ressources, les implantations et les modes de fonctionnement des deux entités et d'identifier les points déterminants à régler afin de réussir l'intégration. Ces travaux visent à fournir les informations de base aux directions qui mettent en œuvre le processus d'intégration. Enfin, le groupe a mis à la disposition des employés le journal « fil bleu » d'informations hebdomadaires visant à présenter et à expliquer aux salariés la stratégie et les objectifs de Sanofi-Aventis.

7.2.3.2. Intégration des systèmes d'information et réorganisation du groupe

L'intégration des systèmes d'information a constitué l'un des problèmes majeurs de cette fusion. En sachant qu'une grande partie des échecs de ces opérations s'explique par des difficultés d'intégration des méthodes, de processus de gestion et de systèmes d'information, on comprend facilement l'effort déployé par le nouveau groupe souhaitant arriver à une intégration complète des systèmes en peu de temps. Mais en réalité, atteindre cet objectif a pris plus de temps que prévu. Chez Aventis, un cadre a déclaré que le retard pris dans l'exécution du plan d'intégration des systèmes d'information tenait au fait qu'il a fallu quarante-sept réunions du comité d'entreprise pour faire accepter le projet d'intégration.

En ce qui concerne la structure globale, avant la fusion, Sanofi-Synthélabo était organisé en quatre régions pharmaceutiques : États-Unis, Europe, Japon et Intercontinental. Compte tenu de l'importance, après la fusion, de la France et de l'Allemagne, ces deux pays sont devenus des régions à part entière. À part le marketing et la stratégie qui demeuraient entiers, les grandes divisions ont donc été regroupées en six grandes régions et dotées d'une large délégation de moyens.

À ce titre, la première étape dans la réorganisation était la nomination de nouveaux dirigeants. Dans le partage des postes, ce sont les ex-Sanofi qui ont obtenu la majorité des postes-clés, ainsi que la direction des régions France et États-Unis¹³. Ensuite, l'étape de la localisation géographique des futurs sites a été mise en œuvre. Avant la fusion, Sanofi-Synthélabo était localisé à Paris, son siège social se situait à « Avenue de France », la région France à « Porte d'Orléans », l'Europe et l'Intercontinental à « Gentilly ». En ce qui concerne le groupe Aventis, il avait plusieurs sites en banlieue parisienne, des bureaux à « Quai de la Râpée » et à « la Croix de Berny », et son siège social à Strasbourg. Il a été décidé que le siège social du nouveau groupe resterait à « Avenue de France » (siège d'ex-Sanofi) et la direction de la région France partirait à « Porte d'Orléans » et à « Gentilly » (ex-Sanofi).

13. Ces deux régions sont les plus importantes parmi les six que compte le nouveau groupe : France, Allemagne, le reste de l'Europe, États-Unis, Japon et Intercontinental.

Dans d'autres pays, ces délocalisations représentaient un enjeu assez important. Par exemple en Espagne, la question était de savoir lequel des sites de Barcelone ou de Madrid deviendrait le site de Sanofi-Aventis. C'est le site de Barcelone, où était la filiale Sanofi, qui a été choisi. À New York, quelques bureaux d'Aventis ont été également fermés avant la fin de l'année 2004.

7.2.4. *Constats et déductions*

Cette OPA a incité les deux groupes à développer une stratégie de communication en divulguant plusieurs informations, comme, la manière de réévaluation de l'initiateur par le marché (Grinblatt et Titman, 2002), les valeurs de synergies de l'acquéreur et de la cible combinées et de surpaiement ainsi que le partage des gains (Hietala *et al.*, 2001). Au moment de l'annonce de l'OPA, le groupe Sanofi a rendu public le rapport transmis à la Commission européenne et a fourni aux actionnaires d'Aventis une étude minutieuse des synergies possibles, des coûts de restructuration, de leur durée de réalisation, des étapes d'intégration et des liquidations constituant des concentrations. Il a encore fourni une analyse financière prévisionnelle des deux groupes en cas de fusion en insistant sur la nouvelle place mondiale du nouvel ensemble. Aventis, à son tour, a élaboré plusieurs rapports destinés aux autorités des marchés et aux tribunaux et a fait de nombreux communiqués de presse destinés à ses actionnaires¹⁴.

Lors d'une fusion, c'est l'entité la plus petite qui fait plus de concessions en faveur de la plus grande. Mais s'il s'agit d'une OPA, c'est l'initiateur cette fois-ci qui impose les conditions et choisit les orientations majeures. Comme Sanofi était beaucoup plus petit qu'Aventis, une fusion négociée lui aurait coûté plusieurs concessions. À notre sens, l'objectif de cette stratégie offensive était de se procurer les postes-clés et d'imposer sa propre culture managériale et non pas la subir.

Dès lors, cette OPA a joué un rôle disciplinaire (Shleifer et Vishny, 1988). L'historique du nouveau groupe devient donc celui de Sanofi qui a appliqué sur l'ensemble de la nouvelle entité son style de management basé sur une organisation structurelle et divisionnelle. De même, l'ex-président d'Aventis n'apparaît pas au sein du nouveau groupe et dans le partage des postes, ce sont les ex-Sanofi qui ont obtenu la majorité des postes-clés : par exemple, les régions de France et des États-Unis. Il convient enfin de constater ces trois points :

- l'utilité de la croissance externe dans le secteur pharmaceutique est nécessaire pour atteindre une taille critique, se protéger des OPA, acquérir rapidement du

14. Ces événements seront détaillés dans les titres suivants.

savoir-faire, pénétrer facilement de nouveaux marchés et se défendre auprès des organismes de délivrance des autorisations et de remboursement des médicaments ;

– le groupe ne connaissait pas réellement le coût total de cette opération, notamment dans le cas où une firme tierce (par exemple Novartis) l'aurait incité à reformuler sa proposition pour la rendre plus attractive ;

– grâce au soutien du gouvernement et de ses partenaires, Sanofi a pu réussir de cette OPA qui a dû lui coûter quelques six milliards d'euros en plus¹⁵ du montant estimé (actions et espèces confondues).

15. L'offre initiale était le paiement de 60,45 € une action Aventis avec 81 % en action Sanofi et 19 % en espèces. L'offre finale s'établissait à 68,93 € avec 71 % en action et 29 % en espèces pour 769 920 773 actions Aventis apportées.

Chapitre 8

Création de valeur lors de la fusion Sanofi-Aventis

Les mesures de la performance boursière constituent un test puissant de la performance de la firme pour les chercheurs en management stratégique, car elles sont particulièrement pertinentes dans le cadre d'études sur la diversification. Le cours des actions est donc reporté objectivement afin que les taux de rentabilité boursiers correspondent à ce que les actionnaires retirent réellement de leur investissement. Concernant la performance comptable, même si elle est orientée vers le passé, elle représente l'assiette de calcul pour les entreprises cotées et non cotées de toutes les prévisions financières et compétences stratégiques. Le bilan et le compte de résultats sont en effet une base non négligeable pour évaluer la capacité de l'entreprise à générer du profit.

Avant la fusion Sanofi-Aventis, chaque entreprise travaillait séparément de l'autre avec deux politiques différentes de management. Comme les synergies n'interviennent qu'après la mise en commun des fonctions du nouvel ensemble, leur réalisation ne dépend pas uniquement de cette mise en commun, mais plutôt de la capacité de la nouvelle entité à déployer et gérer les économies potentielles ou inexploitées de chaque fonction. La réussite de l'effet de synergie dépend alors de la nouvelle direction qui pilotera les différentes opérations de regroupement.

Donc l'étude de l'OPA de Sanofi-Synthélabo sur Aventis met en avant ces effets de synergie et leurs méthodes de mesure en mobilisant différents types de données. En plus, l'évolution de l'environnement du secteur pharmaceutique, la taille de la cible par rapport à l'acquéreur, les rumeurs ayant précédé l'annonce officielle de l'OPA et la réévaluation des comptes permettent à cette étude d'être plus riche en enseignement.

8.1. La création de valeur boursière est-elle au rendez-vous ?

Suite à l'annonce du groupe Sanofi-Synthélabo d'une OPA sur le groupe Aventis, la valeur de l'action des deux groupes a connu de fortes fluctuations, notamment pendant les jours ayant suivi la rumeur. Ces mouvements ont été accentués du fait des fuites d'informations avant même l'annonce officielle de l'opération et de la guerre de communication entre les deux groupes. À ce titre, les variations ayant impacté le titre Aventis sont plus importantes que celles ayant touché le titre Sanofi-Synthélabo. Notre objectif sera donc de mesurer la création de valeur, d'abord, autour de la date d'annonce de l'OPA, ensuite, durant toute la période de bataille entre les deux groupes.

8.1.1. Méthodologie et données

8.1.1.1. Mesure par la méthode d'événement

Cette méthode offre des résultats robustes et consistants dans les études d'événement à court terme (Kothari et Warner, 2007). Son objet est de constater comment la publication d'un événement peut contribuer à influencer le cours boursier d'une société quelconque. Cette méthodologie s'inspire des travaux de Sharpe (1964) et de Fama *et al.* (1969) qui s'appuient sur la théorie que le marché boursier réagit immédiatement aux annonces supposées affecter la performance future de l'entreprise. L'analyse des rendements anormaux est à la base de la méthode d'étude d'événement. Sa démarche comporte les quatre étapes suivantes :

- l'estimation de la rentabilité normalement attendue sur la période considérée ;
- le calcul des rentabilités anormales sur la période considérée ;
- l'agrégation puis le cumul des rentabilités anormales ;
- le test des résultats obtenus pour savoir s'ils sont statistiquement significatifs.

Afin d'évaluer la réaction du marché boursier au moment de l'annonce d'une opération de fusion ou d'acquisition, un modèle a été formulé. Ce modèle établit une relation linéaire entre le rendement d'équilibre d'un titre et le rendement moyen du marché. Cependant, à cause des fuites d'informations, des rumeurs ont touché le marché financier avant l'annonce officielle de l'OPA de Sanofi. Dès lors, le problème qui se pose est la définition précise de cette date de l'événement.

8.1.1.2. Périodes d'événement

8.1.1.2.1. Date d'événement

Il est difficile de repérer avec certitude la date de la première rumeur que perçoit le marché boursier. Selon nos recherches, nous avons déjà souligné qu'un rapport

avait été transmis le 3 janvier à la Commission européenne et qu'au 14 janvier, une rumeur d'une éventuelle fusion entre les deux groupes avait touché le marché financier. Face à ces rumeurs et à la demande expresse de l'Autorité des marchés financiers, le 16 janvier, Sanofi-Synthélabo précise qu'il n'y a aucune négociation en cours avec Aventis et précise qu'elle continue à étudier toute opération qui pourrait conforter son avenir à moyen et long terme. Malgré ce message, les journaux continuent à parler d'une probable fusion entre les deux sociétés. Enfin, le 26 janvier Sanofi-Synthélabo annonce son OPA sur Aventis. La figure 8.1 résume ces événements :

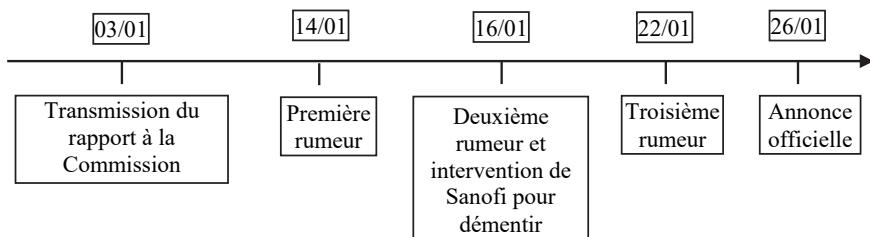


Figure 8.1. Les différents événements entourant la date d'annonce de l'OPA

Il semble que le début de la rumeur pourrait être le 14 ou bien le 16 janvier, mais la réaction du marché nous permet d'admettre que le 22 janvier est le jour où la Bourse a reçu la vraie rumeur, car si l'information s'était produite avant cette date, les rendements anormaux générés par cette acquisition auraient pu être observés. Si on choisit une autre date avant ou après l'actuelle date pour mesurer les rendements anormaux, nous risquons d'avoir des rendements anormaux qui ne sont pas liés à l'événement de l'OPA et qui ne reflètent pas son impact économique.

En plus, pour réévaluer son offre initiale, Sanofi-Synthélabo considère que le 22 janvier est le premier jour où la vraie rumeur a touché le marché boursier. Et afin d'établir la valeur à laquelle l'action Aventis était censée être vendue en ajoutant une prime, Sanofi a calculé la moyenne des cours entre le 1^{er} et le 22 janvier, et non pas le 26 janvier.

En conséquence, pour envisager des analyses reflétant la réalité, nous supposons que le 22 janvier, considéré aussi par Sanofi comme jour de rumeur et de réaction de marché, est le jour d'événement (date 0) qui doit être pris en considération pour mesurer la création de valeur.

8.1.1.2.2. Fenêtre d'événement

L'important est, en effet, de déterminer quand les marchés sont susceptibles d'avoir pris connaissance de l'opération, mais les fuites peuvent engendrer des mouvements précoces des marchés. À ce titre, les chercheurs choisissent une fenêtre de plusieurs jours avant l'événement et après l'événement pouvant aller de -90 à $+90$ jours. Ce choix est défini souvent grâce au contexte et aux besoins d'étude de chaque auteur¹.

Dans ce sens, nous avons mentionné plus haut que plusieurs rumeurs ont touché le marché avant la date d'annonce officielle. Comme nous ne pouvions cerner dans ce cas de figure une telle date avec précision, nous avons pris six jours de Bourse avant la date 0, ce qui représente une semaine avant le 22 janvier. Nous avons choisi également six jours après la date 0 afin de mesurer les rendements anormaux le jour de l'annonce officielle (26 janvier) et le dernier jour de la semaine² (vendredi 30 janvier). Ces treize jours sont considérés comme la fenêtre d'événement parce qu'il est préférable de choisir une fenêtre courte pour augmenter l'efficacité des estimations et réduire les biais statistiques (Morse, 1984 ; Dyckman *et al.*, 1984 ; Brown et Warner, 1980, 1985).

Les jours entre le 60^e jour avant la date 0 (30 octobre 2003) et les douze mois avant ce 60^e jour (31 octobre 2002), sont considérés comme étant la période d'estimation. Ces 249 jours de bourse (année entière) nous permettent de calculer la rentabilité normale en intégrant tous les effets cycliques boursiers de l'action durant l'année.

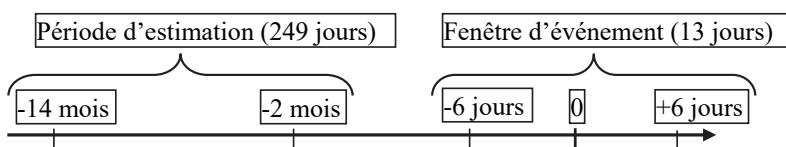


Figure 8.2. Représentation des périodes utilisées dans l'étude d'événement

À titre d'exemple, l'analyse de la prise de contrôle de Conoco par Ruback (1982) et de la tentative de fusion entre Renault et Volvo par Bruner (1999) a permis à ces auteurs de définir plusieurs événements durant toute la période de l'opération. Ces tentatives de prises de contrôle et de négociation ont fait fluctuer les cours boursiers des entreprises impliquées dans ces opérations. En nous inspirant de ces deux articles, nous avons défini plusieurs événements pendant une période de huit mois allant de la première rumeur à la

1. Pour plus de détails, Bessière (1999) et McWilliams et Siegel (1997) ont présenté une synthèse des fenêtres d'événement de plusieurs auteurs.

2. Plusieurs auteurs ont montré que la valeur de l'action baisse le lundi et augmente le vendredi (Chen et Singal, 2003).

date de fermeture officielle de l'offre (du 14 janvier au 30 août). Puis, à l'aide de la base de données Factivia qui contient de très nombreux articles de presse française, nous n'avons pris en compte que les événements importants. Nous avons également repéré la date de l'événement publiée dans la presse et non pas la date de la publication de la presse avec une fenêtre d'événement de deux jours, c'est-à-dire, le jour de l'événement et un jour avant (Bruner, 1999).

8.1.1.3. Variables de calcul

Les méthodologies reposant sur le modèle de marché sont souvent bien spécifiées et les autres méthodes n'aboutissent pas forcément à de meilleurs résultats que le modèle de marché. Nous avons choisi, donc, le CAC 40 comme l'indice boursier afin d'évaluer le rendement moyen du marché. Ce modèle de marché est exprimé sous la forme suivante :

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

où :

- R_{it} et R_{mt} : le rendement du titre i et le rendement de marché sur la période t ;
- a_i : mesure l'indépendance du titre i de la rentabilité du marché ;
- b_i : mesure la dépendance du titre i de la rentabilité du marché ;
- ε_{it} : l'erreur résiduelle dont l'espérance est nulle.

Si les deux coefficients a_i et b_i sont stables sur une période de temps dégagée de l'influence de l'événement, le modèle permet d'évaluer le rendement du titre i sur la période t de façon qu'il se serait établi si l'événement ne s'était pas produit. Après vérification des postulats de la régression (linéarité des variables, absence d'auto-corrélation et d'hétéroscédasticité des résidus), le rendement anormal est mesuré par l'écart entre le rendement observé (RO) de l'action et son rendement normal estimé (R) qu'il aurait dû afficher si aucun événement n'était survenu, pour chaque jour de la fenêtre d'événement. Le calcul du rendement anormal de l'action i à la date t est le suivant :

$$RA_{it} = RO_{it} - R_{it}$$

Après avoir constitué deux échantillons, le premier regroupant les données d'Aventis et le second regroupant les données de Sanofi-Synthélabo et déterminé les rendements anormaux (RA) pour chaque titre, nous avons cumulé ces RA pour chaque titre sur toute la période d'événement (RAC) pour visualiser l'impact total de l'événement étudié.

$$RAC_t = \sum_{t=-6}^{+6} RA_t$$

Dans cette étude, la variable à expliquer est celle des rendements anormaux des entreprises Sanofi-Synthélabo et Aventis. Cette variable a pour objectif de vérifier s'il y a une création ou une destruction de la valeur lors de l'annonce de l'OPA. Pour arriver à cette fin, seuls les rendements anormaux (RA) et les rendements anormaux cumulés (RAC) ont été mobilisés. Les RA ont pour but de visualiser l'impact de l'annonce sur un jour donné, que ce soit avant, pendant ou après l'événement. Par contre, les RAC du début jusqu'à la fin de la fenêtre d'événement ont pour objectif d'expliquer l'impact global de l'événement sur toute la période considérée comme fenêtre d'événement.

Dans une dernière étape, à l'aide du test t de Student nous avons testé les résultats obtenus (RA et RAC) pour savoir s'ils sont statistiquement significatifs. Cependant, au niveau de l'étude portant sur les événements les plus importants durant toute la période de l'OPA, conformément à Ruback (1982) et Bruner (1999), l'estimation de t des RAC est ajustée par l'autocovariance des gains. Cette approche paramétrique assure une distribution normale des RAC en tenant compte de l'autocorrélation :

Tout d'abord, nous posons $t = RAC_t / Ecart\ type_t$,

Ensuite, nous avons ajusté :

$$Ecart\ type_t = ((T * VAR(RA_t) + 2(T-1)COVAR(AR_t, AR_{t-1}))^{1/2}$$

où T est égal à la différence entre le premier jour d'accumulation et le dernier jour plus – 1. La variance et la covariance des deux entreprises ont été estimées sur une période de – 360 à – 60 jours avant la date d'événement : la variance d'Aventis est de 0,000484307 et de Sanofi est de 0,00046807 ; la covariance d'Aventis est de 0,000006651 et de Sanofi est de 0,000017187.

8.1.2. Résultats et commentaires

8.1.2.1. Analyse descriptive

Afin de mettre en évidence les variations qu'ont subies les cours boursiers des deux groupes, Sanofi-Synthélabo et Aventis, nous avons reporté également leurs valeurs durant le mois précédent le mois d'annonce de l'OPA et le mois suivant, c'est-à-dire, décembre 2003, janvier 2004 et février 2004. Puis, nous avons représenté graphiquement ces données pour analyser leur évolution.

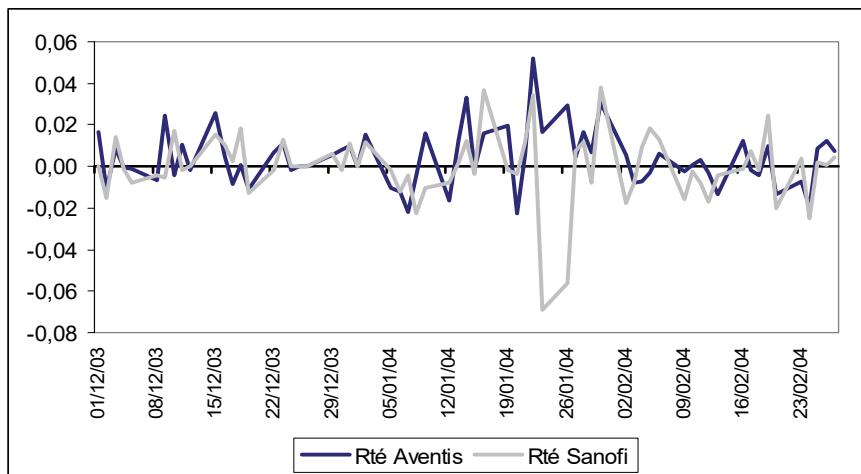


Figure 8.3. Variation des actions Sanofi et Aventis entre décembre 2003 et février 2004

D'après ce graphique, on constate qu'il y a de fortes variations entre le 14 et le 30 janvier. Tout d'abord, au 14 janvier, nous constatons une augmentation de 3 points de l'action Aventis, puis deux jours après, une augmentation de l'action Sanofi-Synthélabo de 4 points puisque le 22 janvier, l'action Aventis marque son accroissement le plus élevé durant cette période (5,20 %), et le 23 janvier, l'action Sanofi-Synthélabo enregistre sa baisse la plus importante durant la même période (- 6,93 %).

Comme nous l'avons expliqué auparavant, de nombreux auteurs ont remarqué ce phénomène dans plusieurs opérations de croissance externe. Ils ont constaté que la valeur de l'action de la cible augmente et celle de l'acquéreur baisse. Ces déductions sont appréciées par le fait qu'après l'acquisition, la cible sera mieux gérée et mieux valorisée par le marché et l'acquéreur sera très endetté et sa situation très risquée.

Il faut noter aussi que depuis plusieurs mois l'action Sanofi-Synthélabo était mieux valorisée par le marché financier que l'action Aventis. Cependant, au lendemain de la rumeur (le 23 janvier 2004), pour la première fois, la valeur de l'action Aventis a dépassé la valeur de l'action Sanofi.

8.1.2.2. La période entourant la date d'événement

8.1.2.2.1. Analyse détaillée et chiffrée

Nous avons effectué des tests sur les rendements anormaux et les rendements anormaux cumulés pour constater leur significativité aux seuils statistiques habituels

(soient 1 %, 5 % et 10 %). La période d'analyse (treize jours) de l'impact de l'annonce, de l'OPA de Sanofi-Synthélabo sur Aventis, est de six jours précédent et six jours suivant la date de la rumeur. Cette période permet d'identifier des anticipations et des corrections éventuelles du marché boursier. La figure 8.4 montre l'évolution des rendements anormaux durant ces treize jours.

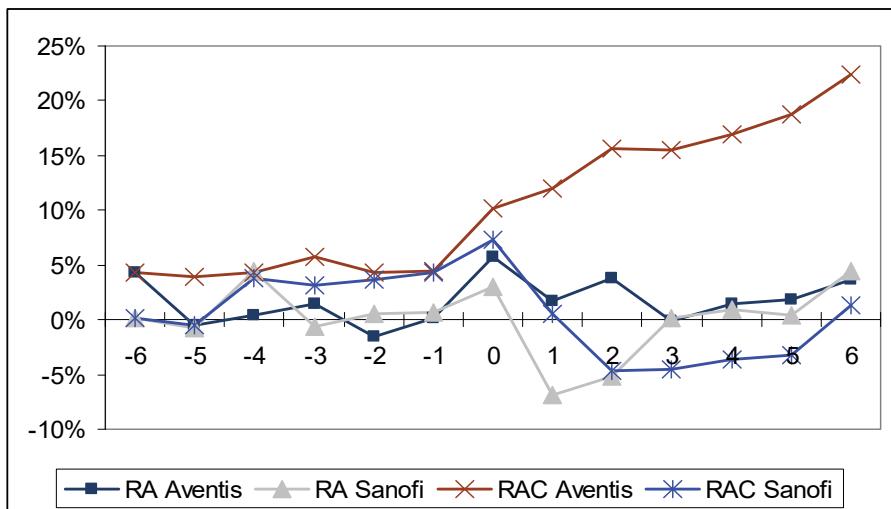


Figure 8.4. Évolution des RA et des RAC pendant la période d'événement

La figure 8.4 montre les rendements anormaux et les rendements anormaux cumulés de chaque titre. Rappelons que les rendements anormaux cumulés expriment le gain global qu'un investisseur peut tirer durant toute la période d'événement.

La première remarque que nous déduisons de ce graphique est que la cible profite le plus de cette augmentation. Le jour de la rumeur (la date 0), Aventis réalise un rendement anormal de 5,80 %, alors que Sanofi-Synthélabo ne réalise que 2,99 %, voire un rendement anormal négatif pendant plusieurs jours après la date d'événement.

Concernant les rendements anormaux cumulés, nous constatons que les RAC d'Aventis n'ont cessé de grimper durant toute la fenêtre d'événement, surtout après la rumeur. Par contre, les RAC de Sanofi ont été négatifs durant plusieurs jours de la fenêtre d'événement, notamment après la date 0. Ces résultats ont été rapportés dans le tableau 8.1.

DATE	RA Aventis		RA Sanofi		RAC Aventis		RAC Sanofi		RAM	
- 6	4,34 %	**	0,19 %		4,34 %	**	0,19 %		2,27 %	
- 5	-0,48 %		-0,75 %		3,87 %		-0,56 %		-0,62 %	
- 4	0,42 %		4,39 %	**	4,29 %		3,83 %		2,41 %	
- 3	1,48 %		-0,67 %		5,77 %		3,16 %		0,40 %	
- 2	-1,51 %		0,49 %		4,26 %		3,64 %		-0,51 %	
- 1	0,14 %		0,73 %		4,40 %		4,37 %		0,43 %	
0	5,80 %	***	2,99 %		10,19 %	*	7,36 %		4,39 %	**
1	1,74 %		-6,87 %	***	11,93 %	*	0,49 %		-2,57 %	
2	3,75 %	*	-5,14 %	**	15,69 %	**	-4,65 %		-0,69 %	
3	-0,14 %		0,13 %		15,54 %	**	-4,52 %		-0,01 %	
4	1,44 %		0,93 %		16,98 %	**	-3,59 %		1,18 %	
5	1,81 %		0,41 %		18,79 %	**	-3,18 %		1,11 %	
6	3,66 %	*	4,48 %	**	22,45 %	***	1,30 %		4,07 %	*

Significatif au seuil de : * $p < 0,1$ ** $p < 0,05$ *** $p < 0,01$

Tableau 8.1. RA et RAC d'Aventis et de Sanofi

La rumeur de l'OPA de Sanofi-Synthélabo sur Aventis a eu un impact significatif sur les rendements anormaux durant plusieurs jours. Le jour de la rumeur (22 janvier), ce sont les actionnaires d'Aventis qui ont profité le plus de cette OPA. Ils réalisaient un rendement anormal de 5,80 %, tandis que ceux de Sanofi-Synthélabo ne bénéficiaient que de 2,99 %. Un impact global et très significatif pendant plusieurs jours a été constaté. D'abord chez la cible, nous observons qu'il y a un impact significatif et positif au sixième jour précédent l'annonce (4,34 %), au deuxième (3,75 %) et au sixième (3,66 %) après l'annonce. Il faut souligner que le jour de la rumeur (le 22 janvier) a marqué l'augmentation la plus élevée et la plus significative durant toute la période d'événement (RA de 5,80 %). Nous constatons également un rendement négatif, mais non significatif le cinquième jour (-0,48 %) et le deuxième (-1,51 %) avant la date d'événement.

Ensuite chez l'initiateur, en l'occurrence Sanofi-Synthélabo, il est intéressant de remarquer qu'il y a un impact très significatif et négatif au premier et au deuxième jour après le jour de la rumeur (respectivement -6,87 % et -5,14 %). Toutefois, le jour de la rumeur, il réalise un rendement anormal non significatif de 2,99 %, qui reste moins important que celui de la cible. Comme chez Aventis, le quatrième jour (4,39 %) avant la date 0 et le sixième jour (4,48 %) après cette date, un impact très significatif et positif est constaté. Ces deux rendements anormaux sont les plus élevés durant toute cette période de treize jours.

D'après les rendements anormaux cumulés, nous observons un impact significatif et positif de l'événement sur les rendements anormaux cumulés d'Aventis, qui apparaît

pendant le sixième (4,34 %) jour avant la date 0 et pendant tous les jours entre cette date et le sixième jour après la date d'événement (respectivement 10,19 % ; 11,93 % ; 15,69 % ; 15,54 % ; 16,98 % ; 18,79 % ; 22,45 %). En revanche, chez Sanofi, ce résultat est non significatif, mais généralement négatif après la rumeur et positif avant cette rumeur.

8.1.2.2.2. Interprétations et explications

L'évolution des RA et des RAC montre un impact important et très significatif de l'OPA de Sanofi-Synthélabo sur Aventis. Concernant les rendements anormaux moyens, nous remarquons globalement qu'il y a un impact positif et significatif le jour de l'événement (4,39 %). Ce constat est cohérent avec les résultats de Jensen et Ruback (1983), Barnes (1984), Cartwright *et al.* (1987), Huang et Walking (1987), Doukas et Travlos (1988) et Jennings et Mazzeo (1991). Mais ce sont les actionnaires de la cible qui profitent le plus de cette OPA. Ils réalisent le jour de l'événement un RA de 5,80 %, contre 2,99 % pour ceux de Sanofi, et durant les treize jours, un RAC de 22,45 % contre 1,30 % pour les actionnaires de Sanofi-Synthélabo. Ces résultats confirment les conclusions de Jensen et Ruback (1983), Bradley, Desai et Kim (1988), Seth (1990), Martin et McConnell (1991), Healy *et al.* (1992), Jensen (1993), et Bessière (1998).

L'explication de ce constat réside dans le type d'investissement. S'il s'agit d'un investissement à long terme, les investisseurs estiment que la société Aventis est mal valorisée par le marché, ce qui est vrai parce qu'elle est moins performante. Après son redressement par l'acquéreur, elle sera plus performante et mieux valorisée par le marché. Après amélioration du résultat, leur gain sera donc équivalent aux dividendes qu'ils toucheront, plus, en cas de revente, la différence entre le prix de vente de l'action et son prix d'achat. S'il s'agit d'un investissement à court terme, les investisseurs savent bien que la valeur de l'action de la cible augmentera grâce à une « bataille » évidente (vu la taille de la cible) entre l'acquéreur et la cible. Cette bataille a généré deux augmentations : l'augmentation du bénéfice par action de 2003 proposée par la cible pour s'opposer à l'OPA et l'augmentation de la prime par action proposée par l'acquéreur après l'accord à l'amiable entre les deux sociétés en avril 2004.

Selon ces résultats qui sont significatifs plusieurs jours avant la date d'annonce officielle, nous pouvons confirmer qu'il y avait des fuites d'information concernant cette opération. Sanofi a envoyé le 3 janvier le dossier détaillant cette OPA et le 14 janvier la rumeur d'une éventuelle fusion circulait déjà dans le marché boursier. Quelques investisseurs initiés vendaient, donc, les actions Sanofi et achetaient des actions Aventis. Ils savaient pertinemment que ce n'était pas une fusion organisée, mais une OPA de Sanofi sur Aventis. Ils envisageaient également que les actions de cette dernière allaient être vendues plus cher.

Nous voudrions enfin apporter une explication à deux variations significatives et exceptionnelles, à savoir les jours -6 (RA = 4,34 %) et 6 (RA = 3,66 %) chez Aventis, et -4 (RA = 4,39 %) et 6 (RA = 4,48 %) chez Sanofi-Synthélabo. Le jour -6 correspond au mercredi 14 janvier, le jour -4 correspond au vendredi 16 janvier et le jour 6 correspond au vendredi 30 janvier 2004. Rappelons que le 14 janvier est la date de la première rumeur d'une éventuelle fusion. Ce jour-là, les spéculateurs achetaient les actions de la cible (RA = 4,34 %), et attendaient la fin de la semaine, c'est-à-dire, le vendredi 16 janvier, pour acheter celles de l'initiateur (RA = 4,39 %). Ces deux RA sont les plus élevés avant la date 0. Par la suite, ce phénomène s'est répété une deuxième fois. Le 22 janvier est le jour de la seconde et vraie rumeur où Aventis réalise un RA de 5,80 %. Puis, il fallait attendre la fin de la semaine (vendredi 30 janvier) pour que Sanofi réalise le RA (4,48 %) le plus élevé après l'événement. Le tableau 8.2 retrace ces dates :

Jour	-6	-4	0	6
Date	14 janvier	16 janvier	22 janvier	30 janvier
Événement	1 ^{re} rumeur	Vendredi	2 ^{re} rumeur	Vendredi
RA Aventis	4,34 %		5,80 %	
RA Sanofi		4,39 %		4,48 %

Tableau 8.2. Les rendements les plus élevés

Selon plusieurs chercheurs, l'étrange postulat que les humains préfèrent le loisir au travail explique ce phénomène. À la proximité du week-end (vendredi), les investisseurs ont le cœur léger et sont plutôt acheteurs. À l'inverse le lundi, à la perspective d'avoir quatre jours de labeur avant le prochain week-end, les investisseurs sont peu enthousiastes et donc plutôt vendeurs. D'autres chercheurs ont une autre explication plus rationnelle. Ils pensent que les vendeurs à découvert ne voulant pas garder une position ouverte le week-end la soldent en rachetant leur position le vendredi et la rouvrent le lundi en vendant de nouveau à découvert.

8.1.3. Toute la période de l'OPA

De la première rumeur (14 janvier) à la date de clôture (30 août), cette OPA a été marquée par pas moins d'une trentaine d'événements : les rumeurs, l'annonce officielle, les stratégies de défense d'Aventis, les ripostes de Sanofi, les interventions du gouvernement, les interventions de l'AMF, les interventions de la Commission européenne, les interventions de la SEC, les interventions des chevaliers blancs, etc. C'est l'hostilité de l'OPA et la taille de l'acquéreur par rapport à la cible qui a donné de l'importance à cette opération. En résumant, les rendements anormaux sont fonction de l'intensité et de la durée de la bataille entre l'acquéreur et la cible. Le tableau 8.3 recense tous ces événements.

Date	Événement	Description	R _A	T	Aventis	R _A	t	Sanofi	L-K +1
<i>1^{re} période : de la première rumeur à la date d'annonce officielle de l'OPA</i>									
mer 14 janvier	Première rumeur d'OPA	5,20 %	1,658	-0,09 %	-0,030	2			
ven 16 janvier	Deuxième rumeur d'OPA	-0,06 %	-0,018	3,64 %	1,168	2			
jeu 22 janvier	Troisième rumeur d'OPA	5,93 %	1,894	3,71 %	1,192	2			
lun 26 janvier			5,49 %	1,752	-12,01 %	-3,855	2		
<i>2^{re} période : de la semaine après l'annonce officielle au jour de conclusion d'un accord à l'amiable</i>									
Rendements anormaux cumulés du 14 janvier au 30 janvier									
ven 30 janvier	La fin de la semaine de l'annonce Le plateau d'Aventis juge l'opération risquée et la prime offerte par Sanofi faible	5,48 %	1,748	4,89 %	1,570	2			
lun 02 février	Feu vert des autorités des marchés	-0,23 %	-0,075	-2,55 %	-0,818	2			
ven 06 février	Aventis propose un rachat massif de ses actions et la vente des produits en déclin et présente des résultats en progression	-0,13 %	-0,042	2,69 %	0,864	2			
mar 17 février	Ouverture officielle de l'OPA Aventis dépose un recours en justice	-0,37 %	-0,117	-0,88 %	-0,284	2			
mer 25 février	Aventis dépose un 2 ^e recours en justice	-0,40 %	-0,128	-1,54 %	-0,496	2			
mar 9 mars	Aventis a cédé un actif pour 200 millions de \$	1,23 %	0,392	3,23 %	1,037	2			
jeu 12 mars	Novartis annonce pouvoir relever l'offre pour une probable fusion avec Aventis	6,05 %	1,932	3,40 %	1,091	2			
lun 22 mars	Aventis et Novartis évaluent leur fusion	3,84 %	1,224	1,37 %	0,439	2			
jeu 25 mars	Novartis est hors-jeu	-4,49 %	-1,432	-2,80 %	-0,900	2			

		Événement	Description	R _A	T	R _A	t	Sanofi	L-K +1
Date									
lun 05 avril		Sanofi perd son brevet Plavix	-2,09 %	-0,666	-0,93 %	-0,298		2	
jeu 22 avril		Novartis relance les négociations avec Aventis	5,27 %	1,680	3,08 %	0,987		2	
lun 26 avril		Sanofi relève son offre initiale et signe un accord avec Aventis. L'OPA devient amicale	-5,33 %	-1,701	-7,43 %	-2,386		2	
ven 30 avril		La fin de la semaine de conclusion de l'accord	5,72 %	1,827	7,72 %	2,478		2	
Rendements anormaux cumulés du 2 février au 30 avril				0,73 %	0,041	-7,98 %	-0,449	63	
<i>3^e période : de la semaine après la conclusion de l'accord à la fermeture officielle de l'OPA</i>									
jeu 06 mai		La FTC n'accorde pas son feu vert, mais demande des renseignements supplémentaires à Sanofi	3,70 %	1,179	4,85 %	1,558		2	
jeu 17 juin		Sanofi prend en compte un dividende de 0,82 euro et ajuste son offre	-2,38 %	-0,760	-2,52 %	-0,810		2	
mar 27 juillet		Rejet du brevet Lovenox d'Aventis	-3,60 %	-1,148	-2,99 %	-0,959		2	
mer 28 juillet		Aventis décide de vendre une partie de ses activités antibiotiques	-3,33 %	-1,064	-4,04 %	-1,295		2	
Rendements anormaux cumulés du 6 mai au 30 juillet				3,99 %	0,227	7,82 %	0,443	62	
<i>4^e période : de la deuxième ouverture de l'OPA à sa fermeture définitive</i>									
ven 13 août		Réouverture de l'offre	0,14 %	0,045	0,15 %	0,048		2	
ven 20 août		Création de Sanofi-Aventis	0,93 %	0,296	0,82 %	0,263		2	
lun 30 août		Fermeture officielle de l'OPA	0,91 %	0,292	1,43 %	0,460		2	
Rendements anormaux du 10 août au 30 août				2,00 %	0,232	4,15 %	0,478	15	
Rendements anormaux cumulés du 14 janvier au 30 août				32,13 %	1,132	5,30 %	0,186	162	

Tableau 8.3. Les grands événements durant la bataille entre Sanofi et Aventis

Durant la première période allant du 14 au 30 janvier, les résultats du test *t* corrigé confirment ceux du test *t* de Student. Il semble qu'à chaque événement, les investisseurs achètent les actions de la cible (Aventis) et attendent la fin de la semaine pour acheter celles de l'acquéreur (Sanofi). Mais globalement, seuls les RAC d'Aventis sont significatifs : au 14 janvier RAC = 5,20 % et *t* = 1,65 ; au 22 janvier RAC = 5,93 % et *t* = 1,89 ; au 26 janvier RAC = 5,49 % et *t* = 1,75 ; au 30 janvier RAC = 5,48 % et *t* = 1,74. En revanche, l'unique RAC significatif pour Sanofi qui est celui du 26 janvier est négatif (RAC = - 12,01 %, *t* = 3,85).

Ce constat est confirmé par un RAC très significatif sur toute la première période (13 jours) de 22,45 % (*t* = 2,795) pour Aventis contre 1,30 % (*t* = 0,161) pour Sanofi. Ce résultat affirme encore une fois que les actionnaires de la cible profitent plus que ceux de l'acquéreur de l'augmentation de la valeur grâce à l'annonce d'une OPA.

Souvent, différentes informations sont révélées lors d'une OPA, par exemple la manière de réévaluation de l'initiateur par le marché (Grinblatt et Titman, 2002), la valeur de synergies combinées de l'acquéreur et de la cible, la valeur de surpaiement de la cible et le partage des gains (Hietala *et al.*, 2001). En effet, à cause des stratégies d'attaque et de contre-attaque des deux groupes notamment les cessions d'activités et le chevalier blanc, la deuxième période est une période de doute où les personnes impliquées directement ou indirectement dans l'opération ne pouvaient trancher. En fait, comme ces cessions avaient été accompagnées par plusieurs déclarations d'Aventis : augmentation du chiffre d'affaires et du bénéfice, cession de produits en déclin, nouveaux médicaments prometteurs, rachat massif d'actions, etc., il apparaît que le marché a jugé ces prévisions très optimistes et peu crédibles. En conséquence, après la baisse des RA de Sanofi de 2,55 % et suite au feu vert des autorités des marchés, les cours de Sanofi rebondiront les jours de ces annonces, le 6 février (2,69 %) et le 9 mars (3,23 %).

Toutefois, avec la complicité d'Aventis pour faire échouer l'offre de Sanofi, l'intervention de Novartis, le 12 mars et le 22 avril, a été bien accueillie par les marchés en améliorant à la fois les RA d'Aventis (respectivement 6,05 % et 5,27 %) et de Sanofi (respectivement 3,40 % et 3,08 %). Ce résultat est en accord avec les conclusions de Bradley *et al.* (1988) qui précisent que, dans les offres publiques multiples, la cible réalise plus de RA que les autres. Banerjee et Owers (1992) et Niden (1993) confirment ces résultats en remarquant que le chevalier blanc a tendance à surpayer l'offre.

Suite à l'annonce d'un accord à l'amiable entre Sanofi et Aventis, la réaction du marché a été très négative et les rendements anormaux ont chuté de 5,33 % pour Aventis et de 7,43 % pour Sanofi. Ces deux baisses sont parmi les plus importantes durant toute l'opération. Cette réaction doit étonner, car *a priori* cette bonne nouvelle aurait dû être appréciée par le marché. Mais pour réussir cette OPA, Sanofi a accepté de faire

suffisamment de concessions pour convaincre, notamment les licences, les brevets, les sites, les personnels, les relations avec les partenaires et les étapes de productions. Le groupe a cédé alors une dizaine de ses branches stratégiques, dont quelques-unes, comme Campto et Fraxiparine représentant leurs produits phares (voir A.11. Branches vendues pour autoriser la fusion Sanofi-Aventis).

Par conséquent, la réaction du marché a été sévère et immédiate (RA = -5,33 pour Aventis et RA = -7,43 % pour Sanofi). Cependant, cette tendance a été renversée le vendredi de la même semaine où le RA d'Aventis était presque équivalent à celui de la vraie rumeur (5,72 %) et le RA de Sanofi était le plus important de toute la période (7,72 %). Cette récompense du marché peut être appréhendée, tout d'abord, par le fait qu'en percevant cette OPA comme étant disciplinaire³, les profits ne sont acquis que si les actifs d'Aventis passent à Sanofi afin qu'ils soient gérés par des managers plus performants. Ensuite, par le fait que désormais « tout est clair et qu'*a priori* il n'y a plus d'événements ». Ce dernier fait est corroboré par l'absence de RA significatifs durant les périodes suivantes.

Ce constat est similaire aux résultats de l'étude de Bruner (1999) au moment de l'annonce de l'accord de fusion entre Renault et Volvo qui les explique par les termes illustrant cet accord (parachutes dorés, privatisation, transfert de valeur, etc.).

8.2. Valeur comptable et financière : étude en profondeur

La méthode de pairage a pour objectif de mesurer la performance en se plaçant du côté de l'investisseur industriel qui a une optique de continuité de l'exploitation. La valeur mesurée ici est le résultat de l'efficience des centres opérationnels et des départements fonctionnels. Autrement dit, les synergies stratégiques et opérationnelles dues aux fusions/acquisitions sont générées au niveau de l'entreprise suite à des décisions stratégiques repensant le redéploiement des moyens matériels et immatériels. Cette valeur est, par conséquent, une mesure à long terme de la performance bilancielle et boursière de l'entreprise.

8.2.1. Méthodologie et données

8.2.1.1. Mesure par la méthode de pairage

Nous comparerons, d'un côté, plusieurs indicateurs de la performance des entreprises Sanofi et Aventis avant l'opération avec les mêmes indicateurs du nouvel ensemble après

3. Une OPA disciplinaire suggère que les managers de la cible qui seront évincés après l'opération sont moins performants, et sa gestion par ceux de l'initiateur la rendra plus performante.

l'opération, d'un autre côté, nous confronterons ces indicateurs avec ceux des entreprises du même secteur. Ces deux parallèles nous permettent de confirmer ou d'infirmer les résultats de chaque méthode.

Les deux comparaisons porteront donc sur la période avant le mariage et la période après le mariage en évitant la période de fiançailles où les données ont été réévaluées. L'objectif de cette méthode est de confronter des ratios de performance d'une période où les deux entreprises travaillaient indépendamment avec les mêmes ratios d'une autre période où les deux entreprises collaborent et travaillent en commun. Cela nous permettra de comprendre la différence entre le fait que chaque entreprise ait pu travailler d'une façon indépendante de l'autre, et le fait que les deux entreprises puissent travailler ensemble avec un seul management et une seule stratégie.

8.2.1.1.1. Le problème de réévaluation du bilan

Suite à l'OPA finalisée en août 2004, les deux groupes ont procédé à une fusion globale de leurs entités. Cette opération consistait en une fusion par absorption conduisant à la disparition totale du groupe Aventis. L'absorbant était Sanofi et l'absorbé Aventis. Avant d'intégrer tous les comptes d'Aventis dans ceux de Sanofi, ce dernier a procédé par une réévaluation du bilan du groupe Aventis.

Cette réévaluation a touché les comptes d'actif, notamment les actifs incorporels (recherche et développement, brevets et licences), les participations dans les entités mises en équivalence, l'écart d'acquisition et les stocks, et les comptes de passif, essentiellement les provisions pour risques et charges, les impôts différés et les intérêts minoritaires. Par conséquent, le montant total net des éléments réévalués de la société Aventis est passé de 11 291 millions à 51 015 millions d'euros. La réévaluation la plus importante a porté sur les brevets et licences passant de 1 475 millions à 32 469 millions d'euros, et sur l'écart d'acquisition grimpant à 23 939 millions d'euros au lieu de 8 051 millions d'euros initialement.

Pour faciliter la comparaison, nous supposerons qu'une société est la filiale de l'autre afin de procéder à une intégration globale de leurs comptes, et de disposer d'un seul ratio pour les deux groupes avant la fusion. Ce ratio d'avant la fusion serait facilement comparable avec le même ratio d'après la fusion. Or, le problème de la réévaluation des comptes de la société Aventis pose problème à ce niveau-là, car si nous nous contentons d'une simple comparaison, nos résultats seront biaisés par des comptes qui ont été réévalués après la fusion.

À ce stade, trois options se présentent. La première est la plus compliquée et la moins fiable, car il faut disposer des données intimes de l'entreprise et suivre la même méthode de réévaluation qui a été utilisée pour la fusion. Elle consiste à réévaluer les comptes de

la société Aventis avant la fusion pour disposer de deux bilans réévalués de la même façon (le bilan d'Aventis avant la fusion et son bilan après la fusion). La deuxième est aussi compliquée, mais plus fiable que la première. Elle consiste à retraiter les comptes d'après la fusion de la société Aventis pour disposer de deux bilans non réévalués. Dans ce cas de figure, si nous connaissons les comptes ayant été réévalués, nous ne pouvons pas connaître l'influence à long terme de cette réévaluation sur ces comptes. Par exemple, si le « compte immobilisation » passe de 1 000 M€ avant la fusion à 1 600 M€ après la fusion et la réévaluation, si nous ne disposons, ni du mode d'amortissement, ni de la valeur de la cession et de l'acquisition de chaque immobilisation, est-il rationnel, deux ans après (de 2005 à 2007), tout en sachant que cette augmentation a influencé tous les résultats comptables et en ne sachant pas de combien, de retrancher tout simplement 600 M€ des immobilisations ?

Enfin, la dernière solution est la moins compliquée et la plus simple des trois. Elle consiste à comparer les variations des performances avant la fusion du groupe Sanofi et du groupe Aventis avec celles du nouveau groupe Sanofi-Aventis après la fusion. Autrement dit, nous prenons les variations, entre 2005 et 2007, de quelques ratios, que nous définirons, pour les comparer avec la variation des mêmes ratios des deux groupes entre 2001 et 2003. Cette méthode nous permet, d'une part, de neutraliser l'effet de la réévaluation du bilan et de l'évolution du secteur et, d'autre part, de constater le progrès des deux groupes entre les deux périodes (travailler séparément avant la fusion et ensemble après la fusion). Certes, les données de 2005 ont subi les conséquences de la réévaluation de 2004, mais le calcul de la variation entre 2005 et 2007 la neutralise, car les données de 2007 ont subi elles-mêmes ces mêmes conséquences.

Nous avons choisi 2007 parce qu'il faut au moins deux ans après la fusion pour déduire ses effets (Seth, 1990 ; Jensen, 1992 ; Singal, 1993). Si l'on veut, nous pouvons nous contenter de comparer 2001 et 2007 en intégrant les taux d'inflation et d'évolution du secteur. Or, la sensibilité de ces taux au choix des entreprises de comparaison nous convainc d'éliminer cette proposition de nos calculs. Ainsi, nous traiterons des variations entre 2005 et 2007 (après la fusion) et des variations entre 2001 et 2003 (avant la fusion).

Toutefois, lors de la comparaison avec les autres entreprises du secteur pharmaceutique, nous écarterons cette variation des calculs en nous basant uniquement sur leur valeur avant et après l'opération. Ce choix est justifié pour quatre raisons : la première est qu'en 2007, l'effet de la réévaluation du bilan n'est plus constaté après une période de quatre exercices comptables ; la seconde est que la première méthode compare l'évolution de deux périodes (2001 à 2003 et 2005 à 2007) entre deux périodes (avant et après le regroupement), tandis que celle-ci compare uniquement deux périodes (avant et après le regroupement) puisque ces entreprises sont du même secteur et ont subi la même évolution du secteur ; la troisième est le fait de vouloir éviter les données de 2003 et de

2005 qui ont été influencées par quelques manipulations comptables ; la quatrième est de mettre en avant une méthode différente de la première. La figure 8.5 expose la démarche globale de nos comparaisons.

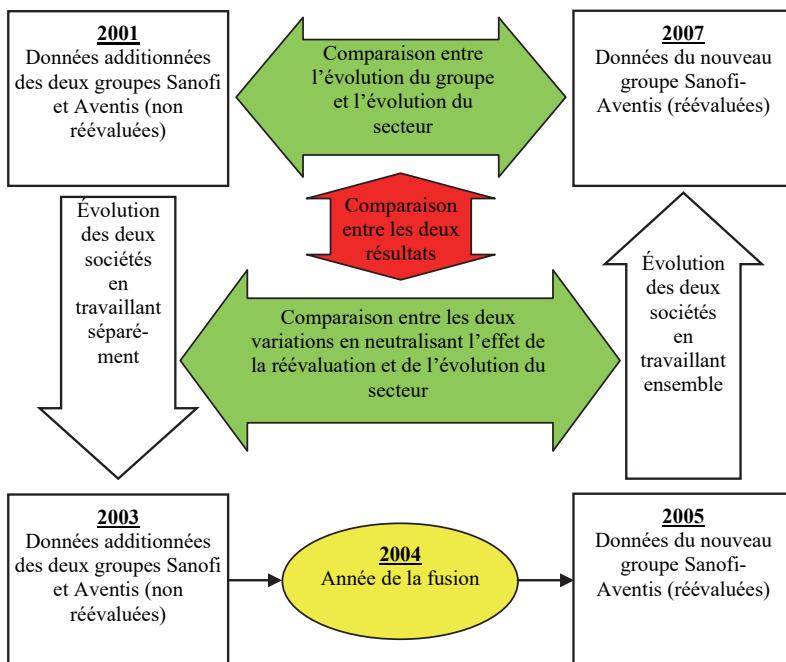


Figure 8.5. La démarche de comparaisons

8.2.1.1.2. La méthode de calcul des variables

Pour pouvoir comparer les performances de l'entité (Sanofi plus Aventis) avant la fusion avec celles de l'entité (Sanofi-Aventis) après la fusion, nous avons privilégié l'addition des montants des différents postes de bilans avant de procéder aux calculs. Comme les deux entreprises n'ont pas la même taille, nous avons jugé qu'il serait irrationnel de calculer simplement la moyenne de deux ratios. Autrement dit, nous additionnons le bilan de Sanofi de 2001 avec le bilan d'Aventis de 2001, puis le bilan de Sanofi de 2003 avec le bilan d'Aventis de 2003. Cette méthode a été mobilisée par Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991) qui cherchaient à mesurer les synergies post-acquisition en se servant des données comptables de l'année précédant l'acquisition.

Pour expliciter notre démarche, imaginons que le taux d'endettement de l'entreprise A est de 30 % (27/90 avec 27 de dettes et 90 de fonds propres) et celui de l'entreprise B est

de 40 % (68/170). Après la fusion, la nouvelle entité devient AB et ce taux devient 37 %. Pour comparer l'endettement des deux entreprises A et B avant la fusion avec celui de l'entité AB, il est préférable de calculer un nouveau taux d'endettement au lieu de prendre leur moyenne $[(30 \% + 40 \%)/2 = 35 \%]$, car ces deux entreprises n'ont pas la même taille (90 et 170). Nous supposerons donc qu'une entité est la filiale de l'autre et procéderons à une intégration globale des comptes. C'est-à-dire qu'il convient d'additionner leurs dettes $(27 + 68 = 95)$ et leurs fonds propres $(90 + 170 = 260)$ pour obtenir un taux d'endettement $(95/260 = 36,54 \%)$ plus proche de la réalité et différent de la moyenne (35 %).

8.2.1.2. Les variables de mesures

Nos critères de mesure de la performance sont récapitulés dans le tableau 8.4.

Critères	Formules	Significations
Croissance du CA	$\frac{CA_N - CA_{N-1}}{CA_{N-1}}$	Mesure l'évolution de l'activité de l'entreprise en se concentrant seulement sur le cycle d'exploitation
Market To Book (M/B)	$\frac{\text{valeur de marché}}{\text{capitaux propres}}$	Exprime la valorisation de la politique générale de l'entreprise par le marché
Price to Earning Ratio (PER)	$\frac{\text{valeur boursière de l'action}}{\text{bénéfice par action}}$	Montre la part de bénéfice que procure une action par rapport à sa valeur
Rentabilité économique (ROCE)	$\frac{\text{résultat opérationnel}}{\text{actif total}}$	Exprime la capacité de l'entreprise à vendre un produit avec profit indépendamment de toute politique financière et fiscale
Rentabilité financière (ROE)	$\frac{\text{résultat net}}{\text{fonds propres}}$	Exprime la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires
Rentabilité des actifs (ROA)	$\frac{\text{résultat net}}{\text{actif total}}$	Exprime la capacité de l'entreprise à créer de la richesse grâce à son efficacité opérationnelle

Tableau 8.4. Critères de mesure de la performance

8.2.2. Résultats et commentaires

8.2.2.1. Comparaison de la variation des deux périodes

8.2.2.1.1. Description de l'évolution générale du groupe

Afin d'expliquer l'évolution du groupe après la fusion, nous commenterons son image représentée dans ses bilans et ses comptes de résultats. Pour arriver à cette fin, nous nous appuyons sur les comptes des années 2003 (des deux groupes avant la fusion), 2004 (réévaluée après la fusion), 2005, 2006 et 2007.

Actif en millions d'euros	2003 (Ave + San) avant fusion	2004 réévalués après fusion	2005 après fusion	2006 après fusion	2007 après fusion
Immobilisations corporelles	5 579	5 892	6 184	6 219	6 583
Écarts d'acquisition	8 273	28 338	30 234	28 472	27 199
Immobilisations incorporelles	2 356	33 229	30 229	23 738	19 182
Autres	5 005	3 901	3 795	3 682	3 530
Impôts différés actifs	472 (*)	2 234	3 382	3 492	2 912
Total actif non courant	21 685	73 594	73 824	65 603	59 361
Stocks	2 775	3 032	3 430	3 659	3 729
Clients	3 845	4 454	5 021	5 032	4 904
Autres	5 218	1 989	3 110	2 208	2 126
Actif financier et trésorerie	4 503	2 488	1 560	1 261	1 794
Total actif courant	16 341	11 963	13 121	12 160	12 553
Total de l'actif	38 026	85 557	86 945	77 763	71 914

Tableau 8.5. Actifs de Sanofi et d'Aventis

Passif en millions d'euros	2003 (Ave + San) avant fusion	2004 réévalués après fusion	2005 après fusion	2006 après fusion	2007 après fusion
Capitaux propres	16 942	41 272	46 317	45 820	44 719
Emprunts à long terme	3 211	8 654	4 750	4 499	3 734
Provisions et autres	6 115	7 330	8 250	7 920	6 857
Impôts différés passifs	138 (*)	13 123	12 208	9 246	6 935
<i>Total passif non courant</i>	26 406	70 379	73 530	67 485	17 526
Fournisseurs	1 979	2 749	3 193	3 008	2 749
Autres	7 399	5 041	5 802	4 825	4 713
Passif financier et trésorerie	2 242	7 388	6 425	2 445	2 207
<i>Total passif courant</i>	11 620	15 178	15 420	10 278	9 669
Total du passif	38 026	85 557	88 950	77 763	71 914

Tableau 8.6. Passifs de Sanofi et d'Aventis. (*)
Il manque le détail concernant Aventis

Plusieurs postes dans ce bilan méritent d'être détaillés, notamment les variations entre 2003 et 2004 qui mettent en avant un actif total passant de 38 milliards à 85 milliards d'euros. Tout d'abord, le poste « Écarts d'acquisition », amortissable sur 30 ans, concerne essentiellement l'acquisition d'Aventis. En effet, pour acquérir Aventis, Sanofi a déboursé 53 milliards d'euros, dont presque le tiers était payé en numéraire. Comme la loi l'autorise en cas d'acquisition totale, on a procédé à la réévaluation de l'actif et le passif d'Aventis à leur juste valeur au 20 août 2004. Afin de rééquilibrer le bilan (Actif = Passif), on a comptabilisé, dans le compte « Écarts d'acquisition », la différence entre le nouveau passif (prix déboursé + passif réévalué) et le nouvel actif (actif réévalué).

Ensuite, le poste « Immobilisations incorporelles » a été réévalué et augmenté à sa juste valeur, notamment les comptes : recherche et développement, brevets et licences. Enfin, la baisse du compte « Actifs financiers » et l'augmentation du compte « Emprunt à long et court terme » sont justifiées par le besoin de financement de l'acquisition d'Aventis. Avant de finir nos commentaires des comptes annuels du groupe Sanofi-Aventis, nous avons établi dans le tableau 8.7 ses comptes de résultats.

Comptes de résultat en millions d'euros	2003 (Ave + San) avant fusion	2004 réévalués après fusion	2005 après fusion	2006 après fusion	2007 après fusion
Chiffre d'affaires	25 863	14 871	27 311	28 373	28 052
Autres charges et produits	-19 906	-12 445	-24 423	-23 545	-22 141
Résultat opérationnel	5 957	2 426	2 888	4 828	5 911
Résultat financier	4	-115	-245	-80	-139
Résultat courant avant impôt	5 961	2 311	2 643	4 748	5 772
Impôt sur les résultats	-1 987	-479	-477	-800	-687
Résultat net	3 974	1 832	2 166	3 948	5 085
Quote-part dans les SME(*)	87	409	427	451	597
Part des minoritaires	-84	-255	-335	-393	-419
Résultat net consolidé	3 977	1 986	2 258	4 006	5 263

(*) SME : sociétés mises en équivalence.

Tableau 8.7. Comptes de résultats de Sanofi et Aventis

D'une manière générale, l'augmentation des résultats, explicitée ultérieurement, peut être due à l'augmentation du chiffre d'affaires, aux économies réalisées grâce à la restructuration efficace du nouveau groupe ou à l'amélioration du potentiel fiscal. Autrement dit, suite à une fusion, la nouvelle entité peut acquérir un pouvoir plus important lui permettant de conquérir de nouvelles parts de marché et de faire supporter à ses partenaires une partie de ses charges en leur imposant de nouvelles conditions

d'achat ou de vente. D'autres sources d'économies peuvent aussi provenir des gains d'impôts, de la réduction des dépenses financières et de la réduction des personnes.

Concernant la variation des comptes, le chiffre d'affaires a baissé de 1 % en 2007 par rapport à 2006. Conséquences de cette stagnation, les comptes stocks, clients et fournisseurs ont également stagné. Un accroissement plus important du résultat net a été constaté durant la même période. À ce titre, il faut souligner que le groupe a enregistré un résultat courant avant impôts de 5 961 millions d'euros en 2003 et de 5 772 millions d'euros en 2007, pour retrouver enfin un résultat net plus élevé en 2007 (respectivement 3 977 millions et 5 263 millions d'euros). Comme le résultat est égal à la différence entre le résultat courant et l'impôt sur les sociétés, force est de constater que le nouveau groupe a réalisé une économie d'impôt de plus d'un milliard d'euros suite à la fusion.

Il importe enfin de souligner que les données de 2004 (année de la fusion) ne sont pas comparables avec celles des autres années à cause du changement des méthodes comptables et de la réévaluation des comptes d'Aventis.

8.2.2.1.2. Résultats et commentaires

Le tableau 8.8 expose les résultats de notre étude en mettant en avant la variation, avant et après la fusion, de nos critères de comparaison.

Critères	Sanofi plus Aventis 2001	Sanofi plus Aventis 2003	Variation avant la fusion	Variation après la fusion	Groupe Sanofi Aventis 2007	Groupe Sanofi Aventis 2005
Chiffre d'affaires en millions d'euros	29 429	25 863	-12,12 %	2,71 %	28 052	27 311
<i>Market To Book (M/B)</i>	6,56	4,46	-32,00 %	-2,79 %	1,97	2,02
<i>Price to Earning Ratio (PER)</i>	37,50	18,36	-51,03 %	-58,83 %	16,40	39,83
Rentabilité économique (ROCE)	0,12	0,18	51,91 %	61,68 %	0,06	0,04
Rentabilité financière (ROE)	0,18	0,24	32,97 %	144,05 %	0,12	0,05
Rentabilité des actifs (ROA)	0,07	0,11	62,07 %	181,80 %	0,07	0,03

Tableau 8.8. Variations des performances de Sanofi et Aventis

Une augmentation du chiffre d'affaires, dans le cas où l'entreprise adopte les mêmes méthodes comptables, ne peut s'expliquer que par deux hypothèses. La première est que l'entreprise augmente ses prix ; la seconde que l'entreprise augmente ses quantités vendues. La première représente l'augmentation du pouvoir de négociation vis-à-vis des clients et la seconde la conquête de nouveaux marchés.

Après une baisse de 12 % avant la fusion, le nouveau groupe a réalisé une augmentation de son chiffre d'affaires de 2,71 % après la fusion. Cette baisse entre 2001 et 2003 peut provenir de la politique de désinvestissement entamée par Aventis depuis plusieurs années (son CA passe de 22 milliards en 2001 à 17 milliards d'euros en 2003) ou bien tout simplement de la préparation de ses comptes à la réévaluation de 2004⁴. Toutefois, il convient de souligner que le chiffre d'affaires de 2001 reste plus élevé que celui de 2007. Peut-on donc confirmer que cette amélioration pendant la période de l'après-fusion (2,71 %) est meilleure que celle de l'avant fusion (- 12 %) ? La comparaison avec la moyenne du secteur est susceptible d'apporter plus d'éclairage sur ce point.

La baisse du ratio *Market To Book* est moins forte après la fusion qu'avant la fusion. Sa diminution est de 2,79 % entre 2005 et 2007 contre une diminution de 32,97 % entre 2001 et 2003. Notons que les faibles valeurs de ce ratio, en 2005 et en 2007 (respectivement 2,02 et 1,97 contre 6,56 pour 2001 et 4,46 pour 2003) sont dues à la réévaluation à la hausse des capitaux propres de la société Aventis. Mais sa baisse en 2007 résulte de la baisse du cours boursier annuel du groupe Sanofi-Aventis. Comme la baisse de l'après-fusion est moins importante que celle de l'avant fusion et les valeurs de l'avant fusion plus importantes que celles de l'après-fusion, nous ne pouvons conclure ni à une création ni à une destruction de valeur. Néanmoins, nous pouvons déduire que les investisseurs ont réduit leur confiance dans la stratégie générale de l'entreprise, car ce ratio exprime le rapport entre sa stratégie future et sa stratégie passée.

En ce qui concerne le *Price to Earning Ratio*, nous remarquons une forte diminution entre 2001 et 2003 (-51 %), ainsi qu'entre 2005 et 2007 (-58,83 %). Même si dans les deux situations, avant ou après la fusion, une création de valeur est constatée (les valeurs sont positives), la baisse de la création de valeur est plus importante après la fusion à cause de la baisse de la valeur de l'action Sanofi-Aventis en 2007. À ce point, nous ne pouvons pas conclure quant aux raisons de la baisse de cette variation, mais lors du titre suivant, nous la commenterons grâce aux comparaisons avec les autres entreprises du même secteur.

4. L'accord de fusion en 2004 a été engagé avant la date de dépôt et de publication des données comptables annuelles de 2003.

Pour la rentabilité économique, une augmentation de 61,68 % a été constatée entre 2005 et 2007, contre 51,91 % entre 2001 et 2003. Deux variations peuvent expliquer l'accroissement de ce ratio après la fusion : l'augmentation du résultat opérationnel entre 2005 et 2007 et la baisse des actifs du nouveau groupe dans la même période grâce à la réduction des immobilisations incorporelles (voir tableau 8.4). Cependant, les ratios de 2005 et 2007 (respectivement 0,04 et 0,06) restent moins élevés que ceux de 2001 et 2003 (respectivement 0,12 et 0,18).

En commentant la rentabilité financière, sa variation après la fusion (144,05 %) est plus élevée que celle avant la fusion (32,97 %). Sa forte augmentation est due à l'augmentation du résultat net qui a doublé en 2007 (de 2 258 millions d'euros en 2005, à 5 263 millions d'euros en 2007). Cette rentabilité des fonds propres est le résultat net qui est alloué aux actionnaires après la rémunération de tous les autres partenaires. Logiquement, une augmentation de cette rentabilité est un bon signe de la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires. Or, la faible valeur de ces ratios après la fusion par rapport à ceux d'avant la fusion ne permet pas de confirmer la création de valeur qu'après leur comparaison avec les entreprises du même secteur.

Concernant la rentabilité des actifs, la différence entre les deux variations est très claire. Une augmentation de 181,80 % pour la période suivant la fusion et de 62,07 % pour la période précédant la fusion. Cette augmentation est due à l'accroissement du résultat net (voir tableau 8.7) et à la diminution de l'actif total en 2007 (voir tableau 8.5). Après comparaison avec les entreprises du secteur pharmaceutique, nous pourrons confirmer cette création de valeur, puisque les valeurs de ce ratio sont plus élevées avant la fusion que celles d'après la fusion.

En effet, ces résultats sont mitigés. Certes, l'augmentation des ratios de rentabilité est plus importante après la fusion, mais leurs valeurs avant la fusion demeurent plus élevées. Cette baisse de ces valeurs durant la période 2005-2007 a-t-elle touché tout le secteur pharmaceutique ou uniquement le groupe Sanofi-Aventis ?

8.2.2.2. Comparaison de Sanofi-Aventis avec ses concurrents

En nous basant sur le chiffre d'affaires, nous avons choisi cinq entreprises opérant dans le même secteur d'activité que Sanofi-Aventis et appartenant aux dix premières firmes au niveau mondial. Nous avons exclu de ces dix firmes quatre pour les raisons suivantes : les entreprises Roche et Johnson & Johnson ont d'autres activités à côté de l'activité pharmaceutique ; l'entreprise Merck & Co a connu d'importantes variations de valeurs entre plusieurs bilans (exemple : CA de 47

milliards en 2001 et de 23 milliards de dollars en 2007) ; l'entreprise Novartis ne fournit que des données en franc suisse. Notre échantillon final se compose des entreprises suivantes :

Entreprises	Pfizer	GSK	San-Ave	Wyeth	Lilly	AstraZeneca
CA 2007 en millions \$	48 428	45 607	28 052	22 400	18 634	14 723

Tableau 8.9. *Les entreprises de l'échantillon de comparaison*

Rappelons que la comparaison porte sur 2001 où les deux groupes Sanofi-Synthélabo et Aventis travaillaient séparément, et sur 2007 époque où les deux groupes ont déjà fusionné.

8.2.2.2.1. Comparaison de l'évolution générale

Nous avons exclu de cette comparaison de l'évolution générale l'année 2004, car les données du nouveau groupe Sanofi-Aventis ont été réévaluées empêchant toute comparaison avec les autres groupes. Cette évolution générale est axée sur le chiffre d'affaires, le résultat opérationnel et le résultat net.

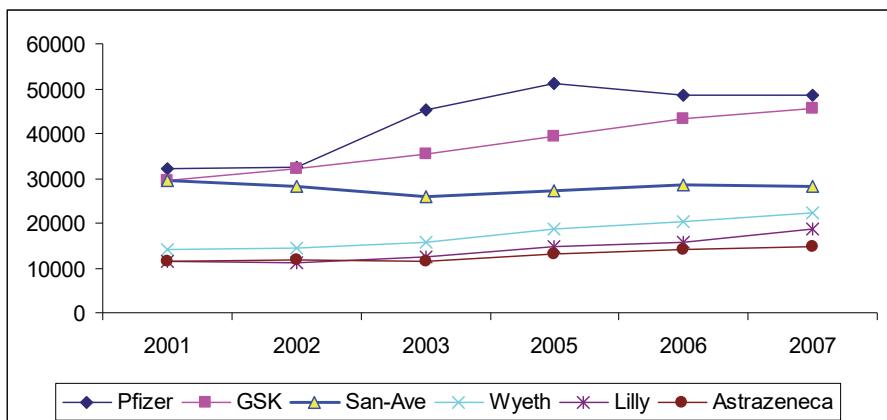


Figure 8.6. *Comparaison des chiffres d'affaires*

La figure 8.6 montre que le chiffre d'affaires de Sanofi-Aventis est presque stable durant toute la période 2001 à 2007 (-4 % entre 2001 et 2007) ; celui des concurrents connaît une croissance stable sur la même période (une moyenne de +52 %). Il faut remarquer que la somme du chiffre d'affaires de Sanofi-Synthélabo et celui d'Aventis en 2001 (29 milliards) en travaillant indépendamment est équivalente, voire supérieure à celle du nouveau groupe après la fusion (28 milliards). En conséquence, la fusion n'a permis au nouvel ensemble ni de conquérir de nouveau marché ni d'augmenter les prix de vente ou les quantités vendues. Cependant, la stagnation du chiffre d'affaires ne signifie pas pour autant la stabilité ou la baisse du résultat opérationnel. Le poids des charges opérationnelles détermine également la capacité de l'entreprise à restructurer ses charges d'exploitation et générer ainsi du profit.

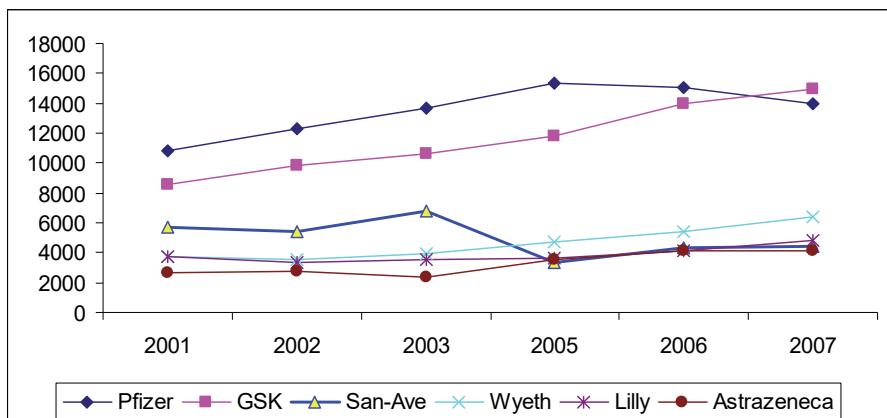


Figure 8.7. Comparaison des résultats opérationnels

Pratiquement toutes les firmes ont vu leur résultat opérationnel augmenter entre 2001 et 2007, sauf Sanofi-Aventis. Une baisse de son résultat opérationnel est donc constatée sur toute la période en passant de la troisième position à la sixième position. Sa variation entre 2001 et 2007 est de -23 % alors que la variation moyenne des autres entreprises durant la même période est de +50 %. Puisque le chiffre d'affaires n'a baissé que de 4 %, ce résultat démontre que les charges opérationnelles ont augmenté et explique, à ce titre, que le nouveau groupe n'a pas restructuré ces charges d'une manière efficiente. Enfin, il n'y a qu'une meilleure optimisation fiscale qui puisse permettre au nouveau groupe d'améliorer son résultat final.

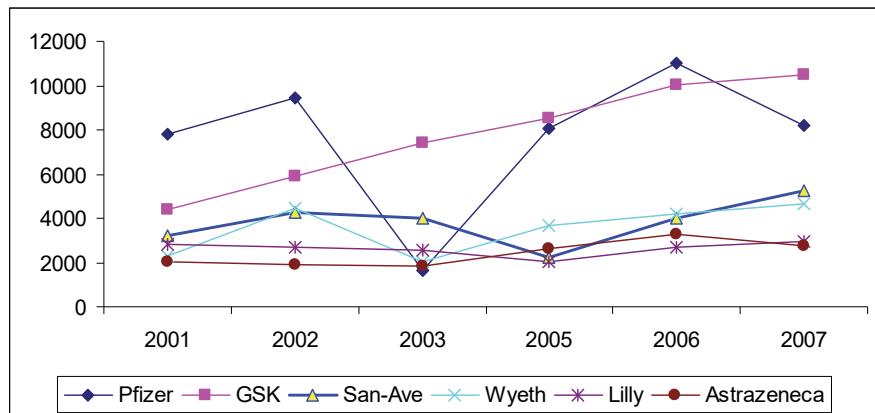


Figure 8.8. Comparaison des résultats nets

À part le résultat net de GSK qui est en progression stable, celui des autres entreprises enregistre des variations importantes entre 2001 et 2007. Nous remarquons que Sanofi-Aventis revient à la troisième position. L'augmentation de son résultat net est plus élevée que la moyenne du secteur (respectivement 63 % et 50 %). *A priori*, ce résultat pourrait étonner parce que le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel de Sanofi-Aventis ont baissé tandis que les moyennes du secteur ont augmenté. Mais son interprétation réside dans deux scénarios : soit le nouveau groupe a amélioré son résultat financier plus que les autres groupes ; soit il a réduit son assiette d'impôt plus que les autres. Avant de répondre à cette question dans le dernier titre, nous comparons d'abord les indicateurs de performance.

8.2.2.2.2. Comparaison de la performance

Nous souhaitons comparer, d'une part, la situation additionnant Sanofi et Aventis travaillant séparément en 2001 avec celle du secteur, et d'autre part, la situation de Sanofi-Aventis après la mise en commun de leurs activités en 2007 avec celle du secteur. L'objectif est de déceler l'influence de l'opération de fusion sur la performance du nouveau groupe. Les indicateurs de performance se composent de cinq ratios : M/B, PER, ROCE, ROE et ROA.

	M/B 2001	M/B 2007	PER 2001	PER 2007	ROCE 2001	ROCE 2007	ROE 2001	ROE 2007	ROA 2001	ROA 2007
Pfizer	13,67	2,37	32,11	18,75	0,28	0,12	0,43	0,13	0,20	0,07
GSK	23,06	7,28	34,92	13,25	0,32	0,26	0,66	0,55	0,17	0,18
San-Ave	6,56	1,97	37,50	16,40	0,12	0,06	0,18	0,12	0,07	0,08
Lilly	12,42	4,48	31,41	20,49	0,23	0,18	0,40	0,22	0,17	0,11
Wyeth	19,90	3,25	35,46	12,73	0,17	0,15	0,56	0,26	0,11	0,11
Astra	4,23	8,06	13,80	21,54	0,21	0,18	0,31	0,37	0,17	0,12
Zeneca										
Moyenne	13,31	4,57	30,87	17,19	0,22	0,16	0,42	0,27	0,15	0,11

Tableau 8.10. Indicateurs de performance des entreprises de comparaison

Variables	2001		2007		Variation entre 2001 et 2007	
	Sanofi-Aventis	Moyenne du secteur	Sanofi-Aventis	Moyenne du secteur	Sanofi-Aventis	Moyenne du secteur
M/B	6,56	14,66	1,97	5,09	-65 %	-70 %
PER	37,50	29,46	16,40	17,38	-41 %	-56 %
ROCE	0,12	0,24	0,06	0,18	-26 %	-50 %
ROE	0,18	0,47	0,12	0,30	-35 %	-33 %
ROA	0,07	0,16	0,08	0,12	-28 %	14 %

Tableau 8.11. Comparaison entre Sanofi-Aventis et la moyenne du secteur

D'après ces tableaux, il paraît que la valeur de toutes les variables a baissé entre 2001 et 2007. Toutefois, cette baisse n'a pas la même importance chez tous les groupes ; la plus élevée est celle de Pfizer qui a vu ces ratios baisser de plus de 50 %. Par contre, la meilleure variation de la performance est celle d'AstraZeneca (M/B = +91 %, PER = +56 %, ROE = +19 %). Globalement, à part l'augmentation du ROA qui peut être expliquée par l'augmentation du résultat net, le groupe Sanofi-Aventis ne se distingue pas d'une manière significative des autres firmes.

8.2.3. Discussion et constats

Il faut tout d'abord souligner les manipulations comptables ayant touché les bilans comptables de 2003 et de 2004. Celles de 2003 obéissent à des règles différentes de celles de 2004, puisque les manipulations de l'année 2004 s'expliquent par la fusion, par contre celles de 2003 sont justifiées par la préparation de la fusion. Autrement dit, le cadre réglementaire des fusions/acquisitions autorise la réévaluation des comptes de bilan de la société acquise en cas d'acquisition totale. C'est la raison pour laquelle le total des actifs des deux groupes passe de 38 026 millions d'euros en 2003, à 85 557 millions d'euros en 2004.

Cependant, les manipulations comptables de 2003 avaient un autre objectif, à savoir la réduction du chiffre d'affaires et du bénéfice et l'augmentation de la valeur des impôts différés passifs afin de préparer la réévaluation du bilan de 2004. Donc, cette réévaluation a changé profondément les résultats de cet exercice comptable

ainsi que les ratios de la performance du nouveau groupe. Nous avons alors exclu l'année 2004 de nos calculs et comparaisons.

Le M/B est très en dessous de la moyenne du secteur et en évolution semblable à celle du secteur. Ce résultat montre que les fonds propres du groupe Sanofi-Aventis étaient mal valorisés par le marché avant la fusion et après la fusion. En revanche, suite à l'amélioration de son résultat net, la baisse du PER du groupe était moins importante que celle du secteur. Ces deux ratios, M/B et PER, correspondent à un mélange entre la traduction bilancielle d'une stratégie industrielle de développement facilement maîtrisable, et la traduction boursière d'une stratégie dont les revenus ne sont pas contrôlables directement par le management. En effet, leur valeur et leur variation ne nous permettent pas de confirmer la création de valeur ou la destruction de valeur.

Concernant les ratios de rentabilité, ROCE, ROE et ROA, leur amélioration s'avère plus importante après la fusion, mais sans faire émerger significativement Sanofi-Aventis. Malgré le fait que leur variation soit plus élevée après la fusion, leur valeur reste plus faible que celle d'avant la fusion. Ainsi, ces ratios sont inférieurs à la moyenne du secteur avant et après la fusion. Seule l'augmentation du résultat net réalisée grâce à la réévaluation du bilan a permis à Sanofi-Aventis de ne pas trop s'éloigner de la moyenne du secteur.

Il importe de remarquer que cette réévaluation du bilan a pareillement permis au groupe Sanofi-Aventis d'accroître son bénéfice net, ce qui lui a permis par conséquent de rester dans la moyenne du secteur. Mais sachant que le chiffre d'affaires et le résultat d'exploitation n'ont pas augmenté entre 2001 et 2007 et que la réévaluation du bilan est provisoire, cette amélioration du résultat net est-elle durable ?

Nous remarquons une absence de l'amélioration du pouvoir de marché vis-à-vis des clients et des fournisseurs, voire une réduction de ce pouvoir parce que le chiffre d'affaires n'a pas suivi l'évolution du secteur et que le BFR a augmenté entre 2001 et 2007 (voir A.12. Données des entreprises Sanofi et Aventis). Une restructuration inefficiente des charges opérationnelles est aussi visible à cause de la détérioration du résultat opérationnel. Une explication détaillée de l'amélioration du résultat net s'avère donc nécessaire.

Comme l'expose la figure 8.9, si le chiffre d'affaires n'augmente pas et les charges d'exploitation ne baissent pas, le résultat opérationnel ne peut s'accroître. Dans la mesure où le résultat financier est souvent négatif, l'amélioration du résultat net ne peut être due qu'à la réduction de l'impôt sur le bénéfice. Donc, la question est de comprendre pourquoi cet impôt a baissé.

	Chiffre d'affaires
-	Charges d'exploitation
=	Résultat opérationnel
+ ou -	Résultat financier (produits financiers – charges financières)
=	Résultat net avant impôt
-	Impôt sur le bénéfice
=	Résultat net

Figure 8.9. Procédure de calcul du résultat net

Rappelons que plusieurs fusions/acquisitions ont été motivées par le gain fiscal qu'elles procurent (Jensen et Ruback, 1983 ; Rappaport, 1986 ; Hayn, 1989 ; Shih, 1994). À ce titre, Hayn (1989) souligne que l'entreprise initiatrice peut créer de la valeur dans une fusion/acquisition en bénéficiant du gain fiscal à partir des pertes reportées et des crédits d'impôt non utilisés de la cible et des économies fiscales accrues liées à la hausse de l'actif amortissable. Ces propos expliquent la baisse du taux moyen d'imposition de Sanofi-Aventis après la fusion comme le montre le tableau 8.12.

	Sanofi 2001	Aventis 2001	Sanofi 2003	Aventis 2003	San- Ave 2004	San- Ave 2005	San- Ave 2006	San- Ave 2007
Taux moyen d'imposition	35 %	31,90 %	34 %	38,50 %	17 %	18 %	21 %	17 %

Tableau 8.12. Taux d'imposition moyen de Sanofi-Aventis

En France, les articles 210 A et 210 B du CGI (Code général des impôts) gèrent les fusions/acquisitions en accordant d'importantes exonérations aux plus-values issues des retraitements des états financiers de la société absorbée. Il s'agit en réalité d'effectuer un nettoyage total du bilan de l'entreprise absorbée afin de la préparer à la fusion.

Dans le cas de Sanofi-Aventis, cette réduction de l'impôt sur le bénéfice émane de trois sources : l'augmentation des charges de la dette contractée pour acquérir Aventis (15 milliards d'euros de dette) a autorisé la baisse de la base imposable ; la réévaluation à la hausse de l'actif d'Aventis a permis l'accroissement de l'amortissement qui est une charge non décaissable mais qui est comptabilisée dans les charges d'exploitation

(5 milliards en 2005 et 6 milliards en 2007) ; la déduction des impôts différés même s'ils ne sont pas tous déductibles fiscalement (ils passent de 1 milliard avant la fusion à 13 milliards en 2004).

Finalement, il convient de remarquer qu'en 2001 les deux groupes totalisaient un effectif de 122 243 personnes, alors qu'en 2007 le nouveau groupe n'en possède plus que 99 495. La réduction de ces charges de personnel n'aurait-elle pas permis l'augmentation du résultat opérationnel ? Selon nos constats, le groupe Sanofi-Aventis ne se dégage pas significativement des autres groupes du secteur. Néanmoins, nous pouvons confirmer que cette fusion avait permis au nouveau groupe une meilleure utilisation de son potentiel fiscal (Jensen et Ruback, 1983 ; Rappaport, 1986) lui permettant un remboursement massif de la dette (le taux d'endettement passe de 21 % à 10 % en 2007).

Conclusion

Acheter, être acheté ou s'associer est le dilemme de tous les managers. Les fusions et acquisitions sont également un phénomène non résolu en finance, que ce soient leurs vagues, leurs objectifs ou leurs performances. Ce paradoxe est encore plus flou qu'auparavant. Au travers ce livre, nous avons mis en lumière ce phénomène. Tout d'abord, nous avons exposé les définitions et concepts des fusions et acquisitions, l'évolution de leur histoire et la conception de leur marché. Ensuite, nous avons montré le va-et-vient des vagues de ces opérations ainsi que le va-et-vient entre croissance et restructuration afin d'expliquer leur motivation et leur performance. Cet enchaînement nous a conduits à mettre en avant la création de valeur ainsi que ses sources et ses méthodes de mesure pour mettre enfin en pratique ces explications *via* une étude sur le marché français et une étude approfondie de la fusion Sanofi-Aventis.

Lors d'une opération de fusion ou d'acquisition, des coûts supplémentaires sont générés à cause des problèmes d'intégration des hommes, des machines, des sites et des systèmes suite à la multiplication des services et à la nouvelle taille. Une attention particulière doit être dans ce sens accordée au problème de fuite de contrôle causant des dépenses inutiles et un endettement excessif. Des coûts additionnels pourront être par conséquent générés aux dépens d'autres investissements plus avantageux. Donc, une restructuration rapide et efficace des coûts d'exploitation s'impose dès le début de l'opération. La maîtrise de la capacité d'endettement et l'augmentation du chiffre d'affaires viennent en deuxième position. Ces trois paramètres sont les principales sources de création et de destruction de valeur dans les fusions et acquisitions.

Annexes

A.1. Signe attendu de bêta en cas de variable significative

Situation	Signe de bêta									
	Synergie de revenu	Synergies de coûts					Synergies hybrides			
		ΔCA	$\Delta ChExpl$	$\Delta Immo$	ΔBFR	$\Delta ChFin$	$\Delta Impo$	$\Delta Dette$		
Création de valeur	+		–	–	–	–	–	+		
				Si le bêta est positif, la variation moyenne de sa variable doit être positive et inférieure à la variation moyenne de la synergie de revenu					+	
Destruction de valeur <i>(la variable à expliquer est négative)</i>	+		–	–	–	–	–	+		
				Si le bêta est positif, la variation moyenne de sa variable doit être positive et supérieure à la variation moyenne de la synergie de revenu					+	
	ou	– si sa variation moyenne est négative et inférieure à la variation moyenne des variables synergies de coûts							ou	
									– si sa variation moyenne est négative	

A.2. Corrélations du groupe créateur de valeur

	ΔCFN	ΔCA	ΔChExpl	ΔImm	ΔBFR	ΔChFin	ΔDette	ΔLiquid	ΔSolv	ΔProfit	ΔImpo
ΔCFN	1										
ΔCA	,798**	1									
ΔChExpl	,476**	,303*	1								
ΔImm	,328*	,341*	,721**	1							
ΔBFR	,312*	0,118	,802**	,567**	1						
ΔChFin	0,089	0,070	,446**	0,271	,417**	1					
ΔDette	-0,029	-0,099	0,223	0,087	0,257	-0,112	1				
ΔLiquid	0,848	0,509	0,131	0,561	0,082	0,452					
ΔSolv	,436**	,406**	,477**	,410**	0,137	0,003	0,113	1			
ΔProfit	0,002	0,005	0,001	0,004	0,360	0,985	0,449				
ΔImpo	,400**	0,275	0,184	0,183	0,085	0,142	0,060	,401**	1		
N	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47

** La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

* La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

A.3. Corrélations du groupe destructeur de valeur

	ΔCFN	ΔCA	ΔChExp	ΔImmo	ΔBFR	ΔChFin	ΔDette	ΔLiquid	ΔSolv	ΔProfit	ΔImpo
ΔCFN	1										
ΔCA	0,210	1									
ΔChExp	0,176		-,559**	-0,154	1						
ΔImmo	0,007	0,250		-0,094	1						
ΔBFR	0,190	0,842**	0,098	,377*	1						
ΔChFin	0,222	0,000	0,533	0,013							
ΔDette	,601**	-,480***	,423***	-0,083	-0,297	1					
ΔLiquid	0,000	0,001	0,005	0,598	0,053						
ΔSolv	,628***	0,188	-,922**	0,093	-0,082	,526**	,476***	1			
ΔProfit	0,000	0,226	0,000	0,551	0,603	0,000	0,025	0,485			
ΔImpo	,573**	,338*	-0,186	-0,110	0,185	-,630**	-,559**	-,358*	0,280	1	
N	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43

** La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).
 * La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

A.4. Premier modèle selon la méthode pas à pas dans le 1^{er} groupe

Sous-modèle	Coefficients non standardisés		Coef. Stand.	t	Signifi-cation	Statistiques de colinéarité		Modèle global
	B	Erreur standard				Tolérance	VIF	
1 (constante)	-0,152	0,124		-1,223	0,228			
ΔCA	1,275	0,144	0,798	8,877	0,000	1,000	1,000	0,628 78,79***
2 (constante)	-0,201	0,116		-1,730	0,091			
ΔCA	1,149	0,139	0,720	8,265	0,000	0,908	1,101	0,683 50,64***
ΔChExpl	0,418	0,141	0,258	2,969	0,005	0,908	1,101	
3 (constante)	-0,225	0,113		-2,001	0,052			
ΔCA	1,110	0,136	0,695	8,178	0,000	0,890	1,124	
ΔChExpl	0,313	0,146	0,193	2,148	0,037	0,794	1,260	0,705 37,58***
ΔImpo	-0,906	0,444	-0,181	-2,041	0,047	0,821	1,218	
4 (constante)	-0,366	0,129		-2,837	0,007			
ΔCA	1,159	0,133	0,725	8,697	0,000	0,861	1,162	
ΔChExpl	0,564	0,187	0,348	3,011	0,004	0,447	2,236	0,725 31,26***
ΔImpo	-0,928	0,429	-0,185	-2,166	0,036	0,820	1,219	
ΔImmo	-0,166	0,082	-0,231	-2,030	0,049	0,464	2,156	

Variable dépendante : ΔCFN

Durbin Watson = 1,854

*** significatif au seuil de 0,001

A.5. Deuxième modèle selon la méthode pas à pas dans le 1^{er} groupe

Sous-modèle	Coefficients non standardisés		Coef. Stand.	Béta	t	Signifi-cation	Statistiques de colinéarité		Modèle global
	B	Erreur standard					Tolérance	VIF	
1 (constante)	-0,152	0,124		-1,223	0,228				0,628 78,79***
ΔCA	1,275	0,144	0,798	8,877	0,000	1,000	1,000		
2 (constante)	-0,201	0,116		-1,730	0,091				
ΔCA	1,149	0,139	0,720	8,265	0,000	0,908	1,101	0,683	50,64***
ΔChExpl	0,418	0,141	0,258	2,969	0,005	0,908	1,101		
3 (constante)	-0,225	0,113		-2,001	0,052				
ΔCA	1,110	0,136	0,695	8,178	0,000	0,890	1,124	0,705	37,58***
ΔChExpl	0,313	0,146	0,193	2,148	0,037	0,794	1,260		
ΔImpo	-0,906	0,444	-0,181	-2,041	0,047	0,821	1,218		
4 (constante)	-0,366	0,129		-2,837	0,007				
ΔCA	1,159	0,133	0,725	8,697	0,000	0,861	1,162		
ΔChExpl	0,564	0,187	0,348	3,011	0,004	0,447	2,236	0,725	31,26***
ΔImpo	-0,928	0,429	-0,185	-2,166	0,036	0,820	1,219		
ΔImmo	-0,166	0,082	-0,231	-2,030	0,049	0,464	2,156		

Variable dépendante : ΔCFN

Durbin Watson = 1,854

*** Significatif au seuil de 0,001

A.6. Troisième modèle selon la méthode pas à pas dans le 1^{er} groupe

Sous-modèle	Coefficients non standardisés		Coeff. Stand.	t	Signifi-cation	Statistiques de colinéarité		Modèle global	
	B	Erreur standard				Tolérance	VIF	R ² ajusté	Sig
1 (constante)	0,354	0,071		4,997	0,000			0,684	100,49***
ΔProfit	0,749	0,075		10,025	0,000				
2 (constante)	0,181	0,063		2,877	0,006			0,812	100,20***
ΔProfit	0,702	0,058		12,039	0,000				
3 (constante)	0,588	0,105		0,363	5,621			0,845	84,28***
ΔChExpl	-0,023	0,085		-0,266	0,792				
ΔProfit	0,524	0,077		0,581	6,826			2,143	84,28***
ΔChExpl	0,496	0,099		0,306	4,988				
ΔCA	0,452	0,141	0,283	3,204	0,003	0,433	2,310		

Variable dépendante : ΔCFN

Durbin Watson = 2,116

*** significatif au seuil de 0,001

A.7. Premier modèle selon la méthode pas à pas dans le 2^e groupe

Sous-modèle	Coefficients non standardisés		Coeff. Stand.	t	Signifi-cation	Statistiques de colinéarité		Modèle global	
	B	Erreur standard				Bêta	Tolérance	VIF	R ² ajusté
1	(constante)	-0,737	0,110		-6,720	0,000			
	ΔDette	-0,999	0,205	-0,605	-4,865	0,000	1	1	0,351 23,67***
2	(constante)	-0,595	0,105		-5,661	0,000			
	ΔDette	-0,784	0,192	-0,475	-4,083	0,000	0,898	1,114	0,491 21,23***
3	ΔChExpl	-1,175	0,335	-0,407	-3,504	0,001	0,898	1,114	
	(constante)	-0,657	0,103		-6,365	0,000			
	ΔDette	-0,600	0,199	-0,363	-3,024	0,004	0,756	1,323	0,541 17,53***
	ΔChExpl	-0,920	0,336	-0,319	-2,734	0,009	0,803	1,246	
	ΔChFin	-0,776	0,333	-0,293	-2,330	0,025	0,691	1,447	
	Variable dépendante : ACFN								
	Durbin Watson = 2,331								
	*** significatif au seuil de 0,001								

A.8. Deuxième modèle selon la méthode pas à pas dans le 2^e groupe

Sous-modèle	Coefficients non standardisés		Coeff. Stand.	t	Signifi-cation	Statistiques de colinéarité		Modèle global	
	B	Erreur standard				Tolérance	VIF	R ² ajusté	Sig
1 (constante)	-0,631	0,116		-5,441	0,000			0,380	26,730***
ΔSolv	0,348	0,067	0,628	5,170	0,000	1	1		
2 (constante)	-0,552	0,101		-5,456	0,000				
ΔSolv	0,264	0,061	0,477	4,309	0,000	0,883	1,132	0,545	26,189***
ΔDette	-0,730	0,183	-0,442	-3,990	0,000	0,883	1,132		

Variable dépendante : ΔCFIN

Durbin Watson = 2,124

*** significatif au seuil de 0,001

A.9. Troisième modèle selon la méthode pas à pas dans le 2^e groupe

Sous-modèle	Coefficients non standardisés		Coeff. Stand.	t	Signifi-cation	Statistiques de colinéarité		Modèle global	
	B	Erreur standard				Tolérance	VIF	R ² ajusté	Sig.
1 (constante)	-0,737	0,110		-6,720	0,000				
ΔDette	-0,999	0,205	0,605	4,865	0,000	1	1	0,351	23,67***
2 (constante)	-0,595	0,105		-5,661	0,000				
ΔDette	-0,784	0,192	-0,475	-4,083	0,000	0,898	1,114	0,491	21,23***
ΔChExpl	-1,175	0,335	-0,407	-3,504	0,001	0,898	1,114		
3 (constante)	-0,265	0,155		-1,706	0,096				
ΔDette	-0,474	0,211	-0,287	-2,247	0,030	0,639	1,565	0,562	18,94***
ΔChExpl	-1,167	0,311	-0,405	-3,751	0,001	0,897	1,114		
ΔProfit	0,423	0,155	-0,337	2,734	0,009	0,687	1,455		

Variable dépendante : ACFN

Durbin Watson = 2,147

*** significatif au seuil de 0,001

A.10. Produits phares des groupes Sanofi et Aventis en 2002

Domaine (M = million d'euros)	Sanofi	Aventis
Cardiovasculaire et thrombose	<ul style="list-style-type: none"> – Aprovel/Avapro 562 M – Cordarone 162 M – Plavix 987 M (futur blockbuster) 	<ul style="list-style-type: none"> – Delix/Tritace/Triatec 923 M (futur blockbuster) – Lovenox/Clexane 1,563 M
Cancer	<ul style="list-style-type: none"> – Eloxatine 389 M 	<ul style="list-style-type: none"> – Taxotère 1,261 M
Diabète		<ul style="list-style-type: none"> – Amaryl/Amarel 578 M – Lantus 299 M
Système nerveux central	<ul style="list-style-type: none"> – Dépakin 267 M – Solian 135 M – Stilnox/Ambien/Myslee 1,424 M 	<ul style="list-style-type: none"> – Copaxone 554 M
Médecine interne	<ul style="list-style-type: none"> – Xatral 182 M 	<ul style="list-style-type: none"> – Allegra/Telfast 2,030 M – Récemment lancé le Ketek 52 M

A.11. Branches vendues pour autoriser la fusion Sanofi-Aventis

Produits	Marchés	Cessions concernées	Le propriétaire
Arixtra® et Fraxiparine®	Monde	Le site de production France	Sanofi
Hexopal®	République d'Irlande	La licence de fabrication et de commercialisation en Irlande	Sanofi
Adalgur N® et Coltramy®	Portugal	La licence de fabrication et de commercialisation au Portugal	Aventis

Produits	Marchés	Cessions concernées	Le propriétaire
Campto®	L'Europe et l'ensemble des pays couvert par la licence Yakult	Les sites de production dans ces pays	Aventis
Imovane®	Grèce, Irlande, Luxembourg et Suède	La licence de fabrication et de commercialisation dans ces pays	Aventis
Vitamine B12 Delagrange®	France	La licence de fabrication et de commercialisation en France	Sanofi
Perfan®	Royaume-Uni et Belgique	Le droit de distribution dans ces deux pays	Aventis
Liton 1000®	Italie	La licence de fabrication et de commercialisation en Italie	Sanofi
Naxy®	France	Le droit de commercialisation en France	Sanofi
Vancomycine Dakota®	France	La licence de fabrication et de commercialisation en France	Sanofi
Plaquinol®	Portugal	La licence de fabrication et de commercialisation au Portugal	Sanofi

A.12. Données des entreprises Sanofi et Aventis

Éléments (M = million d'euros)	Sanofi 2001	Aventis 2001	Sa + Av 2001	Sanofi 2003	Aventis 2003	Sa + Av 2003	San Ave 2004	San Ave 2005	San Ave 2006	San Ave 2007
Chiffre d'affaires en M	6 488	22 941	29 429	8 048	17 815	25 863	14 871	27 311	28 373	28 052
Amortissements nets en M	312	-724	-412	314	-859	-545	1 918	4 930	5 217	4 544
Résultat opérationnel en M	2 106	3 639	5 745	3 075	3 670	6 745	2 426	3 312	4 828	4 429
Résultat net en M	1 586	1 633	3 219	2 079	1 953	4 032	2 241	2 258	4 399	5 263
Capitaux propres en M	5 768	12 021	17 789	6 323	10 434	16 757	41 272	46 637	45 820	44 542
Dettes à LT en M	119	4 652	4 771	53	3 158	3 211	8 654	4 750	4 499	3 734
BFR en M	4 827	-306	4 521	4 599	-556	4 043	2 333	5 258	3 174	5 884
Variation BFR en M	1 205	12	1 217	388	-364	24	-2 672	2 925,00	714	2 710,00
Investissements nets en M	113	720	833	350	284	634	14 173	1 048	898	1 039
Total actif en M	9 967	39 234	49 201	9 749	28 277	38 026	85 557	86 945	77 763	71 914

Éléments (M = million d'euros)	Sanofi 2001	Aventis 2001	Sa + Av 2001	Sanofi 2003	Aventis 2003	Sa + Av 2003	San Ave 2004	San Ave 2005	San Ave 2006	San Ave 2007
Effectif total au 31/12	30 514	91 729	122 243	33 086	75 567	108 653	96 439	97 181	100 289	99 495
Nbr d'actions au 31/12	732005084	787553585	1519558669	732848072	785905944	1518754016	923286539	1401306569	1359434683	1365916644
Bénéfice par action	2,17	1,91		2,95	2,42		2,18	1,69	2,97	3,91
Dividende par action	0,66	0,58		1,02	0,82		1,20	1,52	1,75	2,07
Cours boursier moyen	69,33	83,66		52,28	46,32		55,83	67,31	72,34	64,11
Béta	0,5927	0,7814		1,0106	0,8798		0,8396	0,8496	0,8447	0,8547
Taux d'imposition moyen	0,3500	0,3190		0,3400	0,3850		0,1700	0,1800	0,2100	0,1700
Taux d'intérêt moyen	0,0650	0,1326		0,0650	0,0832		0,0476	0,0476	0,0655	0,0655
Coût réel de la dette	0,0423	0,0903		0,0429	0,0512		0,0395	0,0390	0,0518	0,0544
Coût de fonds propres	0,0491	0,0489		0,0632	0,0591		0,0615	0,0627	0,0639	0,0711
CMCP	0,0487	0,0684		0,0621	0,0565		0,0554	0,0581	0,0623	0,0691

A.13. Données des entreprises du secteur pharmaceutique

Chiffre d'affaires						
	Pfizer	GSK	San-Ave	Wyeth	Lilly	AstraZeneca
2001	32084	29496	29429	14129	11543	11448
2002	32373	32015	28070	14584	11078	11821
2003	45188	35280	25863	15851	12583	11455
2005	51298	39277	27311	18756	14645	13208
2006	48371	43151	28373	20351	15691	14250
2007	48428	45607	28052	22400	18634	14723
Résultat opérationnel						
	Pfizer	GSK	San-Ave	Wyeth	Lilly	AstraZeneca
2001	10801	8533	5745	3691	3730	2631
2002	12316	9788	5444	3575	3328	2725
2003	13681	10671	6745	3912	3502	2377
2005	15336	11805	3312	4688	3649	3529
2006	15093	13936	4311	5370	4125	4178
2007	13923	14970	4429	6349	4803	4150
Résultat net						
	Pfizer	GSK	San-Ave	Wyeth	Lilly	AstraZeneca
2001	7788	4404	3219	2285	2809	2061
2002	9459	5909	4255	4447	2708	1879
2003	1651	7378	4032	2051	2561	1845
2005	8088	8503	2258	3676	2002	2595
2006	11019	10012	4006	4197	2663	3253
2007	8205	10468	5263	4650	2953	2787

	CA		RO		RN	
	Sanofi	Secteur	Sanofi	Secteur	Sanofi	Secteur
2001	29429	19740	5745	5877	3219	3869
2002	28070	20374	5444	6346	4255	4880
2003	25863	24071	6745	6828	4032	3097
2005	27311	27437	3312	7801	2258	4973
2006	28373	28363	4311	8541	4006	6229
2007	28052	29958	4429	8839	5263	5813

	M/B 2001	M/B 2007	PER 2001	PER 2007	ROCE 2001	ROCE 2007	ROE 2001	ROE 2007	ROA 2001	ROA 2007
Pfizer	13,67	2,37	32,11	18,75	0,28	0,12	0,43	0,13	0,20	0,07
GSK	23,06	7,28	34,92	13,25	0,32	0,26	0,66	0,55	0,17	0,18
San-Ave	6,56	1,97	37,50	16,40	0,12	0,06	0,18	0,12	0,07	0,08
Lilly	12,42	4,48	31,41	20,49	0,23	0,18	0,40	0,22	0,17	0,11
Wyeth	19,90	3,25	35,46	12,73	0,17	0,15	0,56	0,26	0,11	0,11
Astra Zeneca	4,23	8,06	13,80	21,54	0,21	0,18	0,31	0,37	0,17	0,12

Bibliographie

- ADAMS W.J., "Market structure and corporate power: the horizontal dominance hypothesis reconsidered", *Columbia Law Review*, vol. 74, no. 7, pp. 1276–1297, 1974.
- AFSHAR K.A., TAFFLER R.J., SUDARSANAM P.S., "The effect of corporate divestments on shareholder wealth: the UK experience", *Journal of Banking & Finance*, vol. 16, no. 1, pp. 115–135, 1992.
- AGRAWAL A., JAFFE J.F., MANDELKER G.N., "The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly", *The Journal of Finance*, vol. XLVII, no. 4, pp. 1605–1621, 1992.
- AGRAWAL A., JAYARAMAN N., "The dividend policies of all-equity firms: a direct test of the free cash flow theory", *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, no. 2, pp. 139–148, 1994.
- AGRAWAL A., KNOEBE C.R., "Managerial compensation and the threat of takeover", *Journal of Financial Economics*, vol. 47, no. 2, pp. 219–239, 1998.
- AGRAWAL A., JAFFE F., "Do takeover targets underperform? Evidence from operating and stock returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, no. 4, pp. 721–746, 2003.
- AKHAVEIN J.D., BERGER A.N., HUMPHREY D.B., "The effects of megamergers on efficiency and prices: evidence from a bank profit function", *Review of Industrial Organisation*, vol. 12, no. 1, pp. 95–139, 1997.
- ALBOUY M., "Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur", *Revue française de gestion*, vol. 32, no. 160, pp. 139–157, 2006.
- ALBOUY M., "Crise financière: quelles leçons pour la finance?", *Revue française de gestion*, vol. 35, no. 193, pp. 15–20, 2009.

Cette bibliographie est identique à celle de l'ouvrage correspondant en anglais publié par ISTE.

- ALCHIAN A.A., DEMSETZ H., "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, vol. 62, no. 5, pp. 777–795, 1972.
- ALIOUAT B., TAGHZOUTI A., "Alliance stratégique et création de valeur", *Congrès AIMS*, Montreal, UQAM, 2007.
- ALLIX-DESFAUTAUX C., "Le choix de la franchise", *Revue française de gestion*, no. 118, March–April, pp. 59–65, 1998.
- ALLOUCHE J., Motifs et efficacité des opérations de la croissance externe, Thesis, Paris Dauphine University, 1981.
- ALLOUCHE J., CHARPENTIER M., GUILLOT C., "Performances de l'entreprise et GRH", *Entreprise et Personnel*, no. 238, 2003.
- ALPHONSE P., GRANDI P., LEVASSEUR M., "Quinze règles pour un bon usage des méthodes d'évaluation par les flux actualisés", *Revue du financier*, no. 177, May–June, 2009.
- ALTMAN E.I., "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of the corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, vol. 23, no. 4, pp. 589–609, 1968.
- ALTMAN E.I., HALDEMAN R., NARAYANAN P., "Zeta analysis: a new model to identify bankruptcy risk of corporations", *Journal of Banking and Finance*, vol. 1, pp. 29–55, 1977.
- ALTMAN E.I., MARCO G., VARETTO F., "Corporate distress diagnosis: comparisons using linear discriminant analysis and neural networks (the Italian experience)", *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, no. 3, pp. 505–529, 1994.
- AMBURGEY T., KELLY D., BARNETT W., Resetting the clock: the dynamics of organizational change and failure, Working paper, Academy of Management Proceedings, 1990.
- AMIT R., LIVNAT J., "Diversification strategies, business cycles and economic performance", *Strategic Management Journal*, vol. 9, no. 2, pp. 99–110, 1988.
- AMIT R., LIVNAT J., ZAROWIN P., "A classification on mergers and acquisitions by motives: analysis of market responses", *Contemporary Accounting Research*, vol. 6, no. 1, pp. 143–158, 1989.
- ANAND J., SINGH H., "Assets redeployment, acquisition and corporate strategies in declining industries", *Strategic Management Journal*, vol. 18, Summer special issue, pp. 99–118, 1997.
- ANDRADE G., STAFFORD E., Investigating the economic role of mergers, Working paper, Harvard Business School, 1999.
- ANDRADE G., MITCHELL M., STAFFORD E., "New evidence and perspectives on mergers", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, no. 2, pp. 103–120, 2001.

- ANDRÉ P., MAGNAN M., ST-ONGE S., "Analysis of a merger from a governance perspective: the case of Abitibi-Consolidated and Donohue", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 25, no. 2, pp. 153–169, 2008.
- ANDREEVA T., GARANINA T., "Do all elements of intellectual capital matter for organizational performance? Evidence from Russian context", *Journal of Intellectual Capital*, vol. 17, no. 2, pp. 397–412, 2016.
- ANGWIN D., "Speed in M&A integration: the first 100 days", *European Management Journal*, vol. 22, no. 4, pp. 418–430, 2004.
- ANSLINGER P.L., COPELAND T.E., "Growth through acquisitions: a fresh look", *Harvard Business Review*, vo. 74, no. 1, pp. 126–135, 1996.
- ANSOFF I., *Stratégie du développement d'entreprise*, Editions d'Organisation, Paris, 1989.
- ASQUITH P., KIM E.H., "The impact of merger bids on the participating firms' security holders", *Journal of Finance*, vol. 37, no. 5, pp. 1209–1228, 1982.
- ASQUITH P., "Merger bids, uncertainty and stockholder returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, nos 1–4, pp. 51–83, 1983.
- ASQUITH P., BRUNER R., MULLINS D.W., "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, no. 1–4, pp. 121–139, 1983.
- BAKER G.P., WRUCK K.H., "Organizational changes and value creation in leveraged buyouts: the case of the O.M. Scott & Sons Company", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, no. 2, pp. 163–190, 1989.
- BALAKRISHNAN S., "The prognostics of diversifying acquisitions", *Strategic Management Journal*, vol. 9, no. 2, pp. 185–196, 1988.
- BALESTRIN A., VARGAS L.M., FAYARD P., "Knowledge creation in small-firm network", *Journal of Knowledge Management*, vol. 12, no. 2, pp. 94–106, 2008.
- BANERJEE A., OWERS J.E., "Wealth reduction in white knight bids", *Financial Management*, vol. 21, no. 3, pp. 48–57, 1992.
- BANQUE DE FRANCE, L'efficacité des stratégies de croissance externe : l'expérience de l'industrie française, Direction des entreprises, centrale des bilans, January 1990.
- BARABEL M., MEIER O., "Quatorze Clés Pour Réussir une Acquisition", *L'Expansion Management Review*, vol. 104, pp. 98–105, March 2002.
- BARBER B.M., LYON J.D., "Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics*, vol. 41, no. 3, pp. 359–399, 1996.
- BARBER B.M., LYON J.D., "Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics*, vol. 43, no. 3, pp. 341–37, 1997.

- BARDOS M., Développements récents de la méthode des scores de la Banque de France, *Bulletin*, no. 90, Banque de France, June 2001.
- BARNES P., "The effect of a merger on the share price of the attacker", *Accounting and Business Research*, vol. 15, no. 57, pp. 45–50, 1984.
- BARNEY J.B., "Strategic factor markets: expectations, luck, and business strategy", *Management Science*, vol. 32, no. 10, pp. 1231–1241, 1986.
- BARNEY J.B., "Returns To bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis", *Strategic Management Journal*, vol. 9, Special issue 1, pp. 71–78, 1988.
- BARONCELLI A., MANARESI A., "Du succursalisme à la franchise : un choix de désinvestissement stratégique", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, no. 2, pp. 33–56, 1998.
- BATSCHE L., (ed.), *La Croissance des Groupes Industriels*, Economica, Paris, 1993.
- BATSCHE L., "Le recentrage : une revue", *Cahiers du Cereg*, no. 2002-1, Paris Dauphine University, 2002.
- BATSCHE L., *Le Capitalisme financier*, La Découverte, Paris, 2002.
- BATSCHE L., "Le recentrage : une revue des approches financières", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, no. 2, pp. 43–65, 2003.
- BATSCHE L., "33 groupes du CAC 40 de 2000 à 2005 : leurs cash-flows gagnés, investis et distribués", *Option Finance*, no. 885, pp. 39–41, CEREQ, Paris Dauphine University, 29 May, 2006.
- BAUMARD P., IBERT J., "Quelle approche avec quelles données ?", in THIETART R.A *et al.*, *Méthodes de recherche en management*, Dunod, Paris, 1999.
- BAUMERT H., *Les Stratégies de Croissance dans les Entreprises*, PUF, Paris, 1994.
- BAVAY F., BEAU D., "L'impact des politiques de croissance externe : l'expérience des entreprises françaises au cours des années quatre-vingt", *Economie et Statistiques*, no. 229, pp. 29–40, February 1990.
- BEAU D., SANANES J.C., "Les opérations de croissance externe des entreprises françaises: constats et perspectives", *Revue d'économie industrielle*, no. 54, pp. 100–112, 1990.
- BECHER D.A., "The valuation effect of bank mergers", *Journal of Corporate Finance*, no. 6, pp. 189–214, 2000.
- BECHER D.A., MULHERIN J.H., WALKLING R.A., "Sources of gains in corporate mergers: refined tests from a neglected industry", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47, no. 1, pp. 57–89, 2012.
- BEN-AMAR W., ANDRE P., LAURIN C., "Regroupements d'entreprises et gestion des bénéfices", *Revue du financier*, vol. 139, pp. 26–36, February 2003.

- BEN-AMAR W., ANDRÉ P., "Separation of ownership and control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 33, no. 3, pp. 517–543, 2006.
- BENA J., KAI L. Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions, Social Science Research Network, Working paper, 2011.
- BERGER P., OFEK E., "Diversification effects on firm value", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 39–65, 1995.
- BERGER P., OFEK E., YERMACH D., "Managerial entrenchment and capital structure decisions", *Journal of Finance*, vol. 52, no. 4, pp. 1411–1438, 1997.
- BERGER P., OFEK E., "Causes and effects of corporate refocusing programs", *Review of Financial Studies*, vol. 12, pp. 311–345, 1999.
- BERGER N., ESPINOSA-VEGA M., FRAME S. *et al.*, "Debt maturity, risk and asymmetric information", *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 1455–1489, 2005.
- BERGH D.D., "Predicting divestiture of unrelated acquisitions: an integrative model of *ex ante* conditions", *Strategic Management Journal*, vol. 18, no. 9, pp. 715–732, 1997.
- BERGH D.D., LAWLESS M.W., "Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: the effects of environmental uncertainty and diversification strategy", *Organization Science*, vol. 9, no. 1, p. 87, 1998.
- BERKOVITCH E., NARAYANAN M.P., "Motives for takeovers: an empirical investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, pp. 347–362, 1993.
- BERNARD V.L., THOMAS J.K., "Post-earning announcement drift: delayed price response or risk premium?", *Journal of Accounting Research*, vol. 27, pp. 1–36, 1989.
- BESSIERE V., "Répartition de la création de valeur entre l'acquéreur et la cible d'une offre publique: une analyse du pouvoir de négociation de la firme initiatrice", *Congrès international de l'AFFI*, Lille, 1998.
- BESSIERE V., "Offres publiques, pouvoir de négociation et partage des synergies", *Finéco*, vol. 9, pp. 21–41, 1999.
- BETTIS R.A., "Performance differences in related and unrelated diversified firms", *Strategic Management Journal*, vol. 2, pp. 379–393, 1981.
- BETTON S., ECKBO R.E., Toeholds, Competition and State-Contingent Payoffs in Takeovers, Social Science Research Network, Working paper, 1999.
- BETTON S., ECKBO B.E., THORBURN K.S., "Corporate takeovers", *Handbook of Corporate Finance*, vol. 2, pp. 293–416, 2008.

- BHAGAT S.A., VISHNY R.W., "Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization, brookings papers on economic activity", *Microeconomics*, pp. 1-72, 1990.
- BHAGAT S.A., DONG M., HIRSHLEIFER D. *et al.*, "Do tender offers create value? New methods and evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 76, pp. 3-60, 2005.
- BIENAYME A., *La Croissance des Entreprises-1, Analyse dynamique des Fonctions de la Firme*, Bordas, Paris, 1971.
- BIENAYME A., "Les processus de croissance des entreprises sont-ils déterminés ou indéterminés?", *Revue économique*, no. 2, March, pp. 217-234, 1973.
- BITTLINGMAYER G., "Did antitrust policy cause the great merger wave?", *Journal of Law & Economics*, vol. 28, no. 1, pp. 77-118, April 1985.
- BLACK F., SCHOLES M., "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, vol. 81, no. 3, pp. 637-654, 1973.
- BLACK A., WRIGHT P., BACHMAN J., *Gestion de la valeur actionnariale*, Dunod, Paris, 1999.
- BLASKO M., NETTER J.M., SINKEY J.F., "Value creation and challenges of an international transaction, the DaimlerChrysler merger", *International Review of Financial Analysis*, September, pp. 77-102, 2000.
- BLONIGEN B., TAYLOR C., "R&D intensity and acquisitions in high-technology industries: evidence from the US electronic and electrical equipment industries", *Journal of Industrial Economics*, vol. 48, pp. 47-70, 2000.
- BOISSELIER P., *L'investissement immatériel : Gestion et comptabilisation*, De Boeck, Brussels, 1993.
- BONOMA T.V., "Case research in marketing: opportunities, problems, and a process", *Journal of Marketing Research*, vol. 22, no. 2, pp. 199-208, 1985.
- BOOT A.W.A., "Why hang on to losers? Divestitures and takeovers", *Journal of Finance*, vol. 47, no. 4, pp. 1401-1423, 1992.
- BOUCLY Q., SRAER D., THESMAR D., "Growth LBOs", *Journal of Financial Economics*, vol. 102, pp. 432-453, 2011.
- BOURGUIGNON A., "Peut-on définir la performance?", *Revue française de comptabilité*, no. 269, pp. 61-66, 1995.
- BOURGUIGNON A., "Définir la performance : une simple question de vocabulaire?" in FERICELLI A.-M. and SIRE B. (eds), *Performances et ressources humaines*, Economica, Paris, 1996.
- BOUQUIN P., "L'asymétrie d'information autour de l'annonce d'offres publiques : mesure par la fourchette, la liquidité et les volumes", *Séminaire International Francophone de Finance*, September 1998.

- BOWMAN E.H., MOSKOWITZ G.T., "Real options analysis and strategic decision making", *Organization Science*, vol. 12, no. 6, pp. 772–777, 2001.
- BRADLEY M.D., DESAI A.S., KIM E.H., "The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy?", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 183–206, 1983.
- BRADLEY M.D., DESAI A.S., KIM E.H., "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of the target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 21, pp. 3–40, 1988.
- BRANDOUY O., *Modification des frontières du groupe de sociétés, variation des conditions concurrentielles et impact sur la richesse des actionnaires*, Limoges University Press, 2000.
- BRETEL B., CAUBET-HILLOUTOU J.N., EPAULARD A., "Quels sont les déterminants de la croissance externe des entreprises françaises?", *Economie et Prévision*, no. 109, pp. 25–35, 1993.
- BRICAULT J.L., COLLIN-SEDILOT B., "La croissance externe des entreprises françaises à la fin des années quatre-vingt", *Economie et Statistiques*, nos 268–269, pp. 31–43, 1993.
- BRICKLEY J.A., JARELL G.A., NETTER J.M., "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, no. 1, pp. 49–68, 1988.
- BROWN S.J., WARNER J., "Measuring security price performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 205–258, 1980.
- BROWN S.J., JEROLD B., "Warner using daily stock returns: the case of event studies", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 3–31, 1985.
- BROWN S.J., GRENWOOD R., HINIGS C.R., "Merging professional service firms", *Organisation Science*, vol. 5, no. 2, pp. 239–257, 1994.
- BRUELLER N., CARMELI A., MARKMAN G., "Linking merger and acquisition strategies to postmerger integration: a configurational perspective of human resource management", *Journal of Management*, vol. 20, no. 10, pp. 1–26, 2016.
- BRUNER R.F., "The use of excess cash and debt capacity as a motive for merger", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 23, no. 2, pp. 199–217, 1988.
- BRUNER R.F., "An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault", *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 125–166, 1999.
- BUCHER F., "Mesures anti-O.P.A. : de la panoplie à la mise en œuvre", *Option Finance*, no. 541, March 1999.
- BUIGUES P.A., JACQUEMIN A., "1992 : quelles stratégies pour les entreprises européennes", *Revue française de gestion*, pp. 5–15, June–August 1988.

- BUONO A.F., BOWDITCH J.L., *The Human Side of Mergers and Acquisitions, Managing Collisions Between People*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco, 1989.
- BURGELMAN R., "Managing corporate acquisition entrepreneurship: new structures for implementing technological innovation", in HORWITCH M. (ed.), *Technology in the Modern Corporation*, Pergamon Press, New York, 1986.
- BURGSTAHLER D., JIAMBALVO J., NOREEN E., "Changes in the probability of bankruptcy and equity value", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, pp. 207–224, 1989.
- BURKART M., PANUNZI F., Takeovers, ECGI-CEPR Finance, Working Paper no. 118/2006, 2006.
- CABY J., Motivations et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990, PhD thesis, IAE de Nancy, 1994.
- CABY J., HIRIGOYEN G., *La Création de Valeur de l'Entreprise*, Economica, 1997.
- CAKICI N., SHASTRI K., TANDON K., The impact of information asymmetry on market microstructure: the evidence from announcements of mergers and acquisitions, Social Science Research Network, Working paper, 1999.
- CALIA P., GANUGI P., "Kernel and nearest neighbour discriminant analysis: business failure classification in industrial district", *International Symposium on Applied Stochastic Models and Data Analysis*, Anacapri, June 1997.
- CAMERLYNCK J., OOGHE H., DE LANGHE T., "Pre-acquisition profile of privately held companies involved in take-overs: an empirical study", *Small Business Economics*, vol. 24, no. 200, pp. 169–186, 2005.
- CAMPA J.M., HERNANDO I., "Shareholder value creation in European M&As", *European Financial Management*, vol. 10, pp. 47–82, 2004.
- CAMPO H., L'influence des investisseurs institutionnels sur les trajectoires de recentrage des groupes, PhD thesis, IAE – University Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2006.
- CAPRON L., "Les vagues de fusions et acquisitions aux Etats-Unis", *Entreprise et Histoire*, vol. 1995/3, no. 10, 1995.
- CAPRON L., DUSSAUGE P., MITCHELL W., "Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988–1992", *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 631–661, 1998.
- CAPRON L., "The long-term performance of horizontal acquisitions", *Strategic Management Journal*, vol. 20, pp. 987–1018, 1999.

- CAPRON L., MITCHELL W., SWAMINATHAN A., "Asset divestiture following horizontal acquisitions: a dynamic view", *Strategic Management Journal*, vol. 22, pp. 817–844, 2001.
- CASEY C.J., BARTZACK N.J., "Using operating cash flow data to predict financial distress: some extensions", *Journal of Accounting Research*, vol. 23, no. 1, p. 384, 1985.
- CHABAUD D., GERMAIN O., "La réutilisation de données qualitatives en sciences de gestion : un second choix ?", *M@n@gement*, vol. 9, no. 3, pp. 191–213, 2006.
- CHADEFAUX M., *Les fusions de sociétés, régime juridique et fiscal*, 6th ed., Guide Revue fiduciaire, 2009.
- CHAMBERS R.A., "Positive accounting and the PA cult", *Abacus*, vol. 29, no. 1, pp. 1–26, 1993.
- CHANDLER A., *Strategy and structure*, MIT Press, 1962.
- CHAREST G., LUSZTIG P., SCHWAB B., *Gestion financière*, 2nd ed., Renouveau Pédagogique, Ottawa, 1990.
- CHARREAUX G., COURET A., JOFFRE P. et al., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Economica, 1987.
- CHARREAUX G., "Structures de propriété, relation d'agence et performance financière", *Revue économique*, no. 3, pp. 521–552, 1991.
- CHARREAUX G., 1997, *Le Gouvernement des Entreprises: Théories et Faits*, Economica, 1997.
- CHARREAUX G., Le point sur la mesure de performance des entreprises, LEG working paper, available at <http://www.u-bourgogne.fr/LEG/wp/0980401.pdf>, 1998.
- CHARREAUX G., DESBRIERES P., "Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, no. 2, pp. 57–88, June 1998.
- CHARREAUX G., *Gestion financière*, 6th ed., Litec, Paris, 2000.
- CHARREAUX G., "Théorie financière et stratégie financière", *Revue française de gestion*, vol. 32, no. 160, p. 109, 2006.
- CHARREIRE S., DURIEUX F., "Explorer et tester", in THIETART R.A. et al. (eds), *Méthodes de recherche en management*, Dunod, Paris, 1999.
- CHATTERJEE S., "Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms", *Strategic Management Journal*, vol. 7, no. 2, pp. 119–140, 1986.
- CHATTERJEE S., "Sources of value in takovers: synergy or restructuring-implication for target and bidder firm", *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 267–286, 1992.

- CHATTERJEE S., LUBATKIN M., SCHWEIGER D.M. *et al.*, "Cultural differences and shareholder value in related mergers: linking equity and human capital", *Strategic Management Journal*, vol. 13, no. 5, pp. 319–334, 1992.
- CHEN H., SINGAL V., "Role of speculative short term sales in price formation: the case of the weekend effect", *Journal of Finance*, vol. 58, no. 2, pp. 685–705, 2003.
- CHEVALLARD L., "Fusions-acquisitions : l'explosion !", *Option Finance*, no. 542, 6 April, pp. 6–10, 1999.
- CHO M.-H., COHEN M.A., "The economic causes and consequences of corporate divestiture", *Managerial & Decision Economics*, vol. 18, no. 5, pp. 367–374, 1997.
- CHOELSOON P., "Prior performance characteristics of related and unrelated acquirers", *Strategic Management Journal*, vol. 24, pp. 471–480, 2003.
- CHOI D., PHILIPPATOS G.C., "An examination of merger synergism", *Journal of Financial Research*, vol. 6, no. 3, pp. 239–256, 1983.
- CHRISTIE A.E., ZIMMERMAN J.L., "Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests", *The Accounting Review*, vol. 69, no. 4, pp. 539–566, 1994.
- CHUNG K.S., WESTON J.F., "Do mergers make money?", *Mergers and Acquisitions*, vol. 18, no. 3, pp. 40–48, 1983.
- CHUNG K.H., WRIGHT P., CHAROENWONG C., "Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions", *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, pp. 41–60, 1998.
- CLARK K., OFEK E., "Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol. 29, pp. 541–564, 1994.
- CLUBB C., STOURAITIS A., "The significance of sell-off profitability in explaining the market reaction to divestiture announcements", *Journal of Banking & Finance*, vol. 26, no. 4, pp. 671–688, 2002.
- COASE R.H., "The nature of the firm", *Economica*, vol. 4, no. 16, pp. 386–405, 1937.
- COBBAUT R., *Théorie Financière*, 4th ed., Economica, 1997.
- COMMENT R., JARRELL G.A., Corporate focus and stock returns, Working paper, 1992.
- COMMENT R., JARRELL G.A., "Corporate focus and stock returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 67–87, 1995.
- COMMISSION EUROPEÉNNE DIRECTION GÉNÉRALE, Fusions et acquisitions, Economie Européenne, Supplément A Analyses économiques, no. 5/6, 2000.

- COOL K., "La durabilité des ressources uniques", in ARREGLE J.L., QUELIN B., *Le management stratégique des compétences*, Ellipses, Paris, 2000.
- COOPER D.R., SCHINDLER P.S., *Business Research Methods*, 9th ed., McGraw Hill-Irwin, New York, 2006.
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2nd ed., Mc Kinsey & Co, Inc., 1996.
- CORHAY A., RAD A.T., "International acquisitions and shareholder wealth, evidence from the Netherlands", *International Review of Financial Analysis*, no. 9, pp. 163–174, 2000.
- CORIAT B., "L'installation de la Finance en France", *Revue de la régulation*, nos 3/4, pp. 1–34, 2008.
- CORRADO, C.J. "A nonparametric test of abnormal security – price performance in event studies", *Journal of Financial Economics*, vol. 23, no. 2, pp. 385–395, 1989.
- COSNITA-LANGLAIS A., TROPEANO J.-P., Institutional design and antitrust evidentiary standards, EconomiX Working Paper no. 2015-3, University of Paris Nanterre, 2015.
- COT J.M., DE LA LAURENCIE J.P., *Le contrôle français des concentrations*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1997.
- COUSIN J.G., Étude d'événement et diffusion d'informations: stabilité, specification et puissance, PhD thesis, ESA, Lille 2, 2005.
- CRESWELL J.W., *Research Design, Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*, 2nd ed., Sage Publications, Thousand Oaks, 2003.
- CROUTSCHE J.J., VIVIANI J.L., "Clarification et développement de l'utilisation du test de Fisher dans l'analyse de la variance des valeurs (ANOVA)", *Revue des Sciences de Gestion*, Direction et Gestion, no. 184–185, p. 33, 2000.
- CSISZAR E.N., SCHWEIGER D.M., "An integrative framework for creating value through acquisition", in GLASS H.E., CRAVEN B.N. (eds), *Handbook of Business Strategy*, Warren, Gorham and Lamont, New York, pp. 93–115, 1994.
- CYBO-OTTONE A., MURGIA M., "Mergers and shareholders wealth in European banking", *Journal of Banking & Finance*, no. 24, pp. 831–859, 2000.
- CZARNIAWSKA-JOERGES B., *Narrating the Organization: Dramas of Institutional Identity*, University of Chicago Press, Chicago, 1997.
- D'IRIBARNE A., LACROUX F., LANCIANO- MORANDAT C. *et al.*, "Le management des connaissances", *Sciences Humaines*, no. 78, pp. 40–43, 1997.
- DALEY L., MEHROTRA V., SIVAKUMAR R., "Corporate focus and value creation Evidence from spinoffs", *Journal of Financial Economics*, vol. 45, no. 2, pp. 257–281, 1997.

- DAMODARAN A., *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2nd ed., Wiley, 2001.
- DAMODARAN A., The value of synergy, Working paper, SSRN-id841486, Stern School of Business, 2005.
- DANZON P., EPSTEIN A., NICHOLSON S., Mergers and acquisition in the pharmaceutical and biotech industries, Working paper, no. 10536, National Bureau of Economic Research, 2004.
- DATTA D.K., "Organizational fit and acquisition performance: effects of post-acquisition integration", *Strategic Management Journal*, vol. 12, no. 4, pp. 281–297, 1991.
- DATTA S., ISKANDAR-DATTA M., RAMAN K., "Executive compensation and corporate acquisitions decisions", *Journal of Finance*, vol. 56, pp. 2299–2336, 2001.
- DEAKIN E.B., "A discriminant analysis of predictors of business failure", *Journal of Accounting Research*, vol. 10, no. 1, pp. 167–179, Spring 1972.
- DEGEORGE F., ZECKHAUSER R., "The reverse LBO Decision and firm performance: theory and evidence", *Journal of Finance*, vol. 48, no. 4, pp. 1323–1348, 1993.
- DEGOS J.G., *Commissariat aux apports- évaluations et fusions*, CNCC-Editions comptables Malesherbes, Paris, 1995.
- DELONG G.L., "Gains from focusing versus diversifying bank mergers", *Journal of Financial Economics*, vol. 59, pp. 221–252, 2001.
- DELONG G.L., "The announcement effects of US versus non-US bank mergers: do they differ?", *Journal of Financial Research*, vol. 26, no. 4, pp. 487–500, 2003.
- DEMSETZ H., "Barriers to entry", *The American Economic Review*, vol. 72, no. 1, pp. 45–57, 1982.
- DENGLOS G., *La création de valeur : modèles, mesure, diagnostic*, Dunod, Paris, 2003.
- DENGLOS G., "Le modèle de création de valeur 'EVA-MVA' : présentation, ajustements et reformulation", *Revue des Sciences de Gestion*, vol. 40, no. 213, pp. 43–60, 2005.
- DENIS D.J., "Organizational form and the consequences of highly leveraged transactions: Kroger's recapitalization and safeway's LBO", *Journal of Financial Economics*, vol. 36, pp. 193–224, 1994.
- DENIS D.J., DENIS D.K., SARIN A., "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification", *Journal of Finance*, vol. 52, no. 1, pp. 135–160, 1997.
- DENNING K.C., "Spin-offs and sales of assets: an examination of security returns and divestment motivations", *Accounting & Business Research*, vol. 19, no. 73, pp. 32–42, 1988.

- DEPOUTOT R., L'appareil statistique français face aux groupes d'entreprises, Working group report, Commissariat général du plan, 2002.
- DERHY A., "Les fusions et acquisitions en France de 1959 à 1992 : évolution et caractéristiques", *Revue d'économie industrielle*, no. 73, pp. 21–43, 1995.
- DERHY A., Les opérations de fusions-acquisitions : analyse théorique et application au marché français, PhD thesis, University Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 1996.
- DERHY A., "Fusions-acquisitions : la logique sectorielle", *Revue française de gestion*, no. 12, pp. 39–51, 1997.
- DERHY A., "A quelles logiques obéissent les vagues de fusions et acquisitions?", *Revue française de gestion*, no. 122, pp. 17–26, 1999.
- DESBRIERES P., "Outils et enjeux de l'ingénierie financière", *Revue française de gestion*, no. 92, pp. 85–102, 1993.
- DESREUMAUX A., "Nouvelles formes d'organisation et évolution de l'entreprise", *Revue française de gestion*, no. 107, pp. 86–108, 1996.
- DESS G.G., ROBINSON R.B., "Measuring organizational performance in the absence of objective measures: the case of the privately-held firm and conglomerate business unit", *Strategic Management Journal*, no. 5, pp. 265–273, 1984.
- DESSYLLAS P., HUGHES A., R&D and patenting activity and the propensity to acquire in high-technology industries, Working Paper No. 298, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, 2005.
- DIDIER M., MALINVAUD E., "La concentration de l'industrie s'est-elle accentuée depuis le début du siècle", *Economie et Statistiques*, no. 2, pp. 1–10, June 1969.
- DIERICKX I., COOL K., "Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage", *Management Science*, vol. 35, pp. 1504–1511, 1989.
- DIETSCH M., GOLITIN-BOUBAKARI V., "L'évolution des relations banques-entreprises dans les années 1990", *Bulletin de la commission bancaire* no. 27, 2002.
- DONG M., HIRSHLEIFER D., RICHARDSON S. *et al.*, "Does investor misvaluation drive the takeover market?", *Journal of Finance*, vol. 56, pp. 725–762, 2006.
- DOUKAS J.A., TRAVLOS N.G., "The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: evidence from international acquisitions", *Journal of Finance*, vol. 43, pp. 161–175, 1988.
- DOUKAS J.A., KAN O.B., "Excess cash flows and diversification discount", *Financial Management*, vol. 33, no. 2, pp. 71–88, 2004.
- DUHAIME I.M., SCHWENK C.R., "Conjectures on cognitive simplification in acquisition and divestment decision making", *Academy of Management Review*, vol. 10, pp. 287–295, 1985.

- DUMONTIER P., HUMBERT M., "Les acquisitions d'entreprises: étude des déterminants de l'enrichissement des actionnaires des entreprises acquéreuses", *Journées internationales de finance de l'AFFI*, 1996.
- DUMONTIER P., "Information comptable et création de valeur : le cours de bourse ne suffit pas", *Revue française de gestion*, no. 122, pp. 99–105, 1999.
- DUMONTIER P., MARTINEZ I., "Les études d'événements en comptabilité financière", in DUMONTIER P. and TELLER R. (eds.) *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, Paris, 2001.
- DUMONTIER P., TELLER R. (eds.), *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, Paris, 2001.
- DURST D., EDVARDSSON I.R., "Knowledge management in SMEs: a literature review", *Journal of Knowledge Management*, vol. 16, no. 6, pp. 879–903, 2012.
- DURST S., FERENHOF H.A., "Knowledge leakages and ways to reduce them in small and medium sized enterprises (SMEs)", *Information*, vol. 5, no. 3, pp. 440–450, 2014.
- EASTERWOOD J., "Divestments and financial distress in leveraged buyouts", *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, pp. 129–159, 1998.
- ECKBO B.E., Assessing the anti competitive significance of large mergers, Working paper, University of Rochester, 1981.
- ECKBO B.E., "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 241–273, 1983.
- ECKBO B.E., WIER P., "Antimerger policy under the Hart–Scott–Rodino Act: A reexamination of the market power hypothesis", *Journal of Law & Economics*, vol. 28, no. 1, pp. 119–149, 1985.
- ECKBO B.E., "Mergers and the market concentration doctrine: evidence from the Capital Market", *Journal of Business*, vol. 58, no. 3, 1985.
- ECKBO B.E., "Mergers and the market for corporate control: the Canadian evidence", *Canadian Journal of Economics*, vol. XIX, no. 2, pp. 236–260, 1986.
- ECKBO B.E., The role of stock market studies in formulating antitrust policy toward horizontal mergers: comment, Working paper, 1989.
- ECKBO B.E., THORBURN K.S., "Gains to bidder firms revisited: domestic and foreign acquisitions in Canada", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, no. 1, pp. 1–25, 2000.
- EGER C.E., "An empirical test of the redistribution effect in pure exchange mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 18, pp. 547–572, 1983.
- EGG G., "Les Principes plus Importants que les Outils", *Revue française de gestion*, vol. 131, pp. 108–113, 2000.

- EISENHARDT K.M., "Building theories from case study research", *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 4, pp. 532–550, 1989.
- ELGERS P.T., CLARK J.J., "Merger types and shareholder returns: additional evidence", *Financial Management*, vol. 9, pp. 66–72, 1980.
- ELLERT J., "Mergers, antitrust law enforcement and stockholders returns", *Journal of Finance*, vol. 31, no. 2, pp. 715–732, 1976.
- ENSIGN P., LIN C., CHREIM S. *et al.*, "Proximity, knowledge transfer, and innovation in technology based mergers and acquisitions", *International Journal of Technology Management*, vol. 66, no. 1, pp. 1–31, 2014.
- ERICKSON M., WANG S., "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, pp. 149–176, 1999.
- EVARD Y., PRAS B., ROUX E., *Market : études et recherches en marketing*, Dunod, Paris, 2003.
- FACCIO M., MASULIS R.W., "The choice of payment method in European mergers and acquisitions", *Journal of Finance*, vol. 53, no. 3, pp. 1345–1388, 2005.
- FAMA E.F., FISHER L., JENSEN M. *et al.*, "The adjustment of stock prices to new information", *International Economic Review*, vol. 10, no. 1, pp. 1–21, 1969.
- FAMA E.F., "Efficient capital markets: a review of theory and empirical works", *Journal of Finance*, no. 25, pp. 383–417, 1970.
- FAMA E.F., "The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders", *The American Economic Review*, pp. 272–284, 1978.
- FAMA E.F., "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, pp. 288–307, 1980.
- FAMA E.F., JENSEN M.C., "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 327–350, 1983.
- FAMA E.F., JENSEN M.C., "Organizational forms and investment decisions", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 101–119, 1985.
- FAMA E.F., FRENCH K., "The cross-section of expected stock returns", *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 427–466, 1992.
- FAMA E.F., "Market efficiency, long term returns and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, no. 49, pp. 283–306, 1998.
- FAMA E.F., FRENCH K., "The corporate cost of capital and the return on corporate investment", *Journal of Finance*, vol. 54, no. 6, pp. 1939–1967, 1999.
- FAN J.P.H., VIDHAN K.G., "On the patterns and wealth effects of vertical mergers", *Journal of Business*, vol. 79, no. 2, pp. 877–902, 2006.

- FEE C.E., THOMAS S., "Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 74, pp. 423–460, 2004.
- FEE C.E., HADLOCK C.J., PIERCE J.R., "What happens in acquisitions? Evidence from brand ownership changes and advertising investment", *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, no. 3, pp. 584–597, 2012.
- FELDMAN M.L., SPRATT M.F., *Fusionner Agir Vite Pour Réussir les Transitions*, Editions Village Mondial, Paris, 1999.
- FELTHAM G.A., OHLSON J.A., "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, no. 2, pp. 689–673, 1995.
- FERENHOF H.A., DURST S., BIALECKI M.Z. *et al.*, "Intellectual capital dimensions: state of the art in 2014", *Journal of Intellectual Capital*, vol. 16, no. 1, pp. 58–100, 2015.
- FINKELSTEIN S., COOPER C.L., *Advances in Mergers and Acquisitions*, vol. 8, Emerald, Bingley, 2009.
- FOCARELLI D., PANETTA F., "Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposits", *American Economic Review*, vol. 93, no. 4, pp. 1152–1172, 2003.
- FOUCART T., "Colinéarité et régression linéaire", *Mathématiques et sciences humaines*, no. 173, pp. 5–25, 2006.
- FRANCK G., "O.P.A. : le facteur humain est décisif", *Revue française de gestion*, no. 75, pp. 98–104, 1989.
- FRANCŒUR C., L'impact des fusions et acquisitions transfrontalières sur la richesse des actionnaires au Canada, PhD thesis, Ecole des sciences de la gestion, Montreal, 2003.
- FRANKFURTER G.M., SCHNEIDER H., "Some further examination of the event study method of analysis", *Research in Finance*, vol. 13, pp. 275–295, 1995.
- FRANKS J.R., BROYLES J.E., HECHT M.J., "An industry study of the profitability of mergers in the United Kingdom", *Journal of Finance*, vol. 32, no. 5, pp. 1513–1525, 1977.
- FRANKS J.R., HARRIS R., TITMAN S., "The postmerger share-price performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 29, pp. 81–96, 1991.
- FRANKS J.R., MAYER C., "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 163–181, 1996.
- FREID M., "Croissance externe et appartenance sectorielle", *Analyse Financière*, vol. 22, pp. 62–81, 1975.

- FULLER K., NETTER J., STEGEMOLLER M., "What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions", *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1763–1793, 2002.
- GALAMBAUD B., "GRH et performances", *L'Association Nationale des Gestionnaires et Formateurs des Ressources Humaines du Maroc (AGEF) Conference*, Marrakesh, January 2003.
- GALBRAITH C.S., STILLES C., "Mergers strategies as a reponse to bilateral market power", *Academy of Management Journal*, vol. 27, no. 3, pp. 511–524, 1984.
- GALE BRADLEY T., BRANCH B., "Cash-flow analysis: more important than ever", *Harvard Business Review*, vol. 59, pp. 131–136, July-August 1981.
- GARETTE B., DUSSAUGE P., "Alliances versus acquisitions: choosing the right option", *European Management Journal*, vol. 18, no. 1, pp. 63–69, 2000.
- GARVEY G.T., HANKA G., "Capital structure and corporate control: the effect of antitakeover statutes on firm leverage", vol. 54, no. 2, *Journal of Finance*, 2001.
- GATES S., VERY P., "Measuring performance during M&A integration", *Long Range Planning*, vol. 36, no. 2, pp. 167–185, 2003.
- GAUGHAN P.A. (ed.), *Mergers and Acquisitions*, Harper-Collins Publishers, New York, 1991.
- GAUGHAN P.A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 3rd ed., John Wiley, 2002.
- GAUZENTE C., "Mesurer la performance des entreprises en l'absence d'indicateurs objectifs : quelle validité ? Analyse de la pertinence de certains indicateurs", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, no. 2, pp. 145–165, 2000.
- GEORGE K., JACQUEMIN A., "Dominant firms and mergers", *The Economic Journal*, no. 102, pp. 148–157, 1992.
- GERGEN K.J., *The Saturated Self: Dilemmas of Identity in Contemporary Life*, Basic Books, New York, 1991.
- GEROSKI P.A., "Vertical relation between firms and industrial policy", *The Economic Journal*, no. 102, pp. 138–147, 1992.
- GERVAIS M. (ed.), *Stratégie de l'Entreprise*, Economica, Paris, 1995.
- GHOSH A., LEE C.-W.J., "Abnormal returns and expected managerial performance of target firms", *Financial Management*, vol. 29, no. 1, pp. 40–52, 2000.
- GILBERT L.R., MENON K., SCHWARTZ K.B., "Predicting bankruptcy for firms in financial distress", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 17, no. 1, p. 161, 1990.
- GILBERT P., CHARPENTIER M., Comment évaluer la performance RH ? Question universelle, réponses contingentes, Cahier de recherche, GREGOR, 2004.

- GILSON R.J., BLACK B.S. (eds.), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, The Foundation Press, New York, 1995.
- GIRAUD H., Rôle du facteur temps dans les acquisitions d'entreprises, PhD thesis, Paris Dauphine University, 1992.
- GIROD-SEVILLE M., PERRET V., “Fondements épistémologiques de la recherche”, in THIETART R.A. (ed.), *Méthodes de recherche en management*, Dunod, Paris, 1999.
- GOLDBERG L., “The effect of conglomerate mergers on competition”, *Journal of Law and Economics*, vol. 16, no. 1, pp. 137–158, 1973.
- GOLDBERGER A.S., *Introductory Econometrics*, Harvard University Press, Cambridge, 1998.
- GOOLD M., LUCHS K., “Why diversify? Four decades of management thinking”, *The Academy of Management Executive*, vol. 7, no. 3, pp. 7–25, 1993.
- GORDON M.J., “Towards a theory of financial distress”, *Journal of Finance*, vol. 26, pp. 347–356, 1971.
- GORT M., “An economic disturbance theory of mergers”, *The Quarterly Journal of Economics*, no. 83, pp. 624–642, 1969.
- GOUDIE A.W., MEEKS G., “Diversification by merger”, *Economica*, vol. 49, pp. 447–459, 1982.
- GOURGUINAT H., BRIYS E., *L'arrogance de la finance*, La Découverte, Paris, 2009.
- GRAND B., “Les O.P.A. hostiles en France”, *Revue française de gestion*, vol. 82, pp. 5–20, 1991.
- GRANT R.M., “The resource-based theory of competitive advantage”, *California Management Review*, vol. 33, no. 3, pp. 114–135, 1991.
- GRAR A., “Études d'événement”, in SIMON Y. and JOFFRE P. (eds), *Encyclopédie des marchés financiers*, Economica, Paris, 1997.
- GRAWITZ M., *Lexique des sciences sociales*, Dalloz, Paris, 1981.
- GREGORY A., “An examination of the long run performance of UK acquiring firms”, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, no. 7, pp. 971–973, 1997.
- GRIMALDI M., CRICELLI L., ROGO F., “A theoretical framework for assessing managing and indexing the intellectual capital”, *Journal of Intellectual Capital*, vol. 14, no. 4, pp. 501–521, 2013.
- GRINBLATT M., TITMAN S., *Financial Markets and Corporate Strategy*, 2nd ed., McGraw Hill Irwin, New York, 2002.

- GROSSMAN S.J., HART O.D., "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", *The Bell of Journal Economics*, vol. 11, pp. 42–64, 1980.
- HACHETTE I., *Opérations financières et transfert de richesse*, PUF, Paris, 1994.
- HALPERN P., "Corporate acquisitions: a theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions", *Journal of Finance*, vol. 38, no. 2, pp. 297–317, 1983.
- HAMILTON T.H., CHOW Y.K., "Why managers divest – evidence from New Zealand's largest companies", *Strategic Management Journal*, vol. 14, pp. 479–484, 1993.
- HAMON J., JACQUILLAT B., "Le marché français des actions : études empiriques", PUF, 1992.
- HANSON R.C., SONG M.H., "Long-term performance of divesting firms and the effect of managerial ownership", *Journal of Economics & Finance*, vol. 27, no. 3, pp. 321–336, 2003.
- HARRIS E.G., "Why one firm is the target and the other the bidder in single-bidder, synergistic takeovers", *Journal of Business*, vol. 67, no. 2, pp. 263–280, 1994.
- HARRIS L., "A transaction data study of weekly and intradaily patterns in stock returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 69, pp. 27–59, 1986.
- HARRISON J.S., HITT M.A., HOSKISSON R.E. *et al.*, "Synergies and post-acquisition performance: differences versus similarities in resources allocations", *Journal of Management*, vol. 17, no. 1, pp. 173–190, 1991.
- HASPESLAGH P.C., JEMISON D.B., "Acquisitions: myths and reality", *Sloan Management Review*, pp. 53–58, 1987.
- HASPESLAGH P.C., JEMISON D.B., *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*, Free Press, New York, 1991.
- HAUGEN R.A., "Finance from a new perspective", *Financial Management*, vol. 25, no. 1, pp. 86–97, 1996.
- HAX A.C., MAJLUF N.S., *Strategic Management: An Integrative Perspective*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1984.
- HAYN C., "Tax attributes as determinants of shareholders gains in corporate acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 121–153, 1989.
- HAYNES M., THOMPSON S., "The determinants of corporate divestment in the UK", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 18, no. 8, pp. 1201–1222, 2000.
- HAYNES M., THOMPSON S., WRIGHT M., "The impact of divestment on firm performance: empirical evidence from a panel of UK companies", *Journal of Industrial Economics*, vol. 50, no. 2, pp. 173–196, 2002.

- HAYWARD M.L.A., HAMBRICK D.D., "Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris", *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, pp. 103–127, 1997.
- HEALY P.M., PALEPU K.G., RUBACK R.S., "Does corporate performance improve after mergers?", *Journal of Financial Economics*, vol. 31, pp. 135–175, 1992.
- HEDLUND G., "A model of knowledge management and the N-form corporation", *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 73–90, 1994.
- HIETALA P., KAPLAN S., ROBINSON N.D., "What is the price of hubris? Using takeover battles to infer overpayments and synergies", *Financial Management*, vol. 32, pp. 1–32, 2003.
- HILL C.W., JONES T.M., "Stakeholder–agency theory", *Journal of Management Studies*, vol., 29, no. 2, pp. 131–154, 1992.
- HIRIGOYEN G., Brief history of the B.S.N./Saint-Gobain takeover attempt, Working paper, Social Science Research Network, 1999.
- HITT M.A., HOSKISSON R.E., IRELAND R.D., "Mergers and acquisitions and managerial commitment to innovation in M-form firms", *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 29–47, 1990.
- HITT M.A., HOSKISSON R.E., IRELAND R.D. *et al.*, "Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs", *Academy of Management Journal*, vol. 34, pp. 693–706, 1991.
- HITT M.A., HOSKISSON R.E., JOHNSON R.A. *et al.*, "The market for corporate control and firm innovation", *Academy of Management Journal*, vol. 39, no. 5, pp. 1084–1119, 1996.
- HLADY-RISPAL M.H., "Une stratégie de recherche en gestion : L'étude de cas", *Revue française de gestion*, no. 127, pp. 61–70, 2000.
- HOARAU C., TELLER R., *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, Paris, 2001.
- HOCKING R.R., "The analysis and selection of variables in linear regression", *Biometrics*, vol. 32, pp. 1–40, 1976.
- HOSKISSON R.E., HITT M.A., HILL C.W.L., "Managerial incentives and investment in R&D in large multiproduct firms", *Organization Science*, vol. 4, no. 2, pp. 325–341, 1993.
- HOUGHTON K.A., "Accounting data and the prediction of business failure: the setting of priors and the age of data", *Journal of Accounting Research*, vol. 22, no. 1, pp. 361–368, 1984.
- HUANG Y.S., WALKLING R.A., "Target abnormal returns associated with acquisition announcements", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, pp. 329–349, 1987.

- HUBBARD R.G., PALIA D., "A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: an internal capital markets view", *The Journal of Finance*, vol. 54, no. 3, p. 1131, 1999.
- HUNT J.W., "Changing pattern of acquisition behavior in takeovers and the consequences for acquisition processes", *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 69–77, 1990.
- HUSSON B., *La prise de contrôle d'entreprises – Motivations, conséquences et freins*, PUF, Paris, 1987.
- HUSSON B., "Les prises de contrôle sur le marché français enrichissent-elles les actionnaires?", *Finance*, vol. 9, pp. 33–53, 1988.
- HUSSON B. (ed.), *La prise de contrôle d'entreprises*, PUF, Paris, 1990.
- IBRAHIMI M., "Création de valeur financière et stratégique dans des fusions et acquisitions horizontales", *ASAC Conference*, Halifax, 2008.
- IBRAHIMI M., "La création de valeur financière et stratégique lors de la fusion Sanofi-Aventis", *AFFI Conference*, Brest, 2009.
- IBRAHIMI M., "Les fusions et acquisitions : causes et conséquences des divergences", *Fusions et acquisitions*, available at <http://www.fusions-acquisitions.fr/article/avis-d-expert-4/les-fusions-et-acquisitions-causes-et-consequences-des-divergences-2108>, 26 July 2009.
- IBRAHIMI M., "Les fusions/acquisitions et la crise financière", *Fusions et acquisitions*, Sept–Oct 2009.
- IBRAHIMI M., "Risques financiers dans les fusions et acquisitions horizontales", *7th ORIANE Symposium on Risk*, Bayoune, 2009.
- IBRAHIMI M., TAGHZOUTI A., "Quelles leçons peut-on tirer de la fusion Sanofi-Aventis?", *AIMS Conference*, Rennes, 2014.
- IBRAHIMI M., TAGHZOUTI A., "Les fusions et acquisitions : un paradoxe toujours inexpliqué", *Revue Recherches en Sciences de Gestion*, vol. 3, no. 102, pp. 99–116, 2014.
- IBRAHIMI M., MEGHOUAR H., "Fusions–acquisitions et création de valeur : une synthèse des résultats empiriques", *Revue Valaque d'Etudes Economiques*, vol. 7, no. 2, 2016.
- IKENBERRY D., LAKONISHOK J., VERMAELEN T., "Market underreaction to open market share repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 39, pp. 181–208, 1995.
- IPPOLITO R.A., JAMES W.H., "LBOs, reversion and implicit contracts", *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 138–168, 1992.

- JACQUEMIN A., BUGUES P., ILZKOVITZ F., "Concentration horizontale, fusions et politique de concurrence dans la communauté européenne", *Economie Européenne*, no. 40, May 1989.
- JACQUEMIN A., "Stratégies d'entreprises et politique de la concurrence dans le marché unique européen", *Revue d'économie industrielle*, vol. 57, no. 1, pp. 7-24, 1991.
- JAEGER A.M., "Organization development and national culture: where's the fit?", *Academy of Management Review*, vol. 11, pp. 178-190, 1986.
- JAFFE J.F., "Special information and insiders trading", *Journal of Business*, vol. 47, pp. 410-428, 1974.
- JAGGIA P.B., THAKOR A., "Firm-specific human capital and optimal capital structure", *International Economic Review*, vol. 35, pp. 283-308, 1994.
- JARDON C.M., MARTOS M.S., "Intellectual capital as competitive advantage in emerging clusters in Latin America", *Journal of Intellectual Capital*, vol. 13, no. 4, pp. 462-481, 2012.
- JARRELL G.A., "The wealth effects of litigation by targets: do interests diverge in a merge?", *Journal of Law & Economics*, vol. 28, no. 1, pp. 151-177, 1985.
- JARRELL G.A., POULSEN A.B., "The returns to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades", *Financial Management*, vol. 18, no. 3, pp. 12-19, 1989.
- JENNINGS R.H., MAZZEO M.A., "Stock price movements around acquisition announcements", *Journal of Business*, vol. 64, no. 2, pp. 139-164, 1991.
- JENNY F., WEBER A.P., "Concentration économique et fonctionnement des marchés", *Economies et statistiques*, no. 65, pp. 1727, 1975.
- JENSEN M.C., MECKLING W.H., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 305-360, 1976.
- JENSEN M.C., RUBACK R.S., "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50, 1983.
- JENSEN M.C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329, May 1986.
- JENSEN M.C., "Prise de contrôle : image et réalité", *Harvard Expansion*, vol. 44, pp. 63-84, 1987.
- JENSEN M.C., "Takeovers: their causes and consequences", *Journal of Economic Perspective*, vol. 2, no. 1, pp. 21-48, 1988.
- JENSEN M.C., "Market for corporate control", *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 11-13, pp. 657-666, 1992.

- JENSEN M.C., "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, no. 48, pp. 831–880, 1993.
- JENSEN M.C., Agency costs of overvalued equity, Working paper, Harvard Business School, 2003.
- JOHN K., "Managing financial distress and valuing distressed securities", *Financial Management*, vol. 22, no. 3, pp. 60–78, 1993.
- JOHN T.A., "Accounting measures of corporate liquidity, leverage and costs of financial distress", *Financial Management*, vol. 22, no. 3, pp. 91–100, Autumn 1993.
- JORDÃO R.V.D., SOUZA A.A., "Company's acquisition as a factor of change on the management control system: a strategic analysis from the perspective of the contingency theory", *Revista Universo Contábil*, vol. 9, pp. 75–103, 2013.
- JORDÃO R.V.D., SOUZA A.A., AVELAR E.A., "Organizational culture and post-acquisition changes in management control systems: an analysis of a successful Brazilian case", *Journal of Business Research*, vol. 67, no. 4, pp. 542–549, 2014.
- JOVANOVIC B., BRAGUINDKY S., Bidder discounts and target premia in takeovers, Working paper, National Bureau of Economic Research, 2002.
- KALE J.-R., KINI O., RYAN H.E., "Financial advisors and shareholder wealth gains in corporate takeovers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, no. 3, pp. 475–501, 2003.
- KAMERSCHEN D.R., "A theory of conglomerate mergers: comment", *The Quarterly Journal of Economics*, no. 84, pp. 669–673, 1970.
- KAPLAN S., "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 217–254, 1989.
- KAPLAN S., "The staying power of leveraged buyouts", *Journal of Financial Economics*, vol. 29, pp. 287–313, 1991.
- KAPLAN S., WEISBACH M., "The success of acquisitions: evidence from divestitures", *Journal of Finance*, vol. 47, no. 1, pp. 107–138, 1992.
- KAREN F.L., SCHMIDT D.R., "Tender offers, acquisitions, and subsequent performance in manufacturing firms", *Academy of Management Journal*, vol. 31, no. 4, pp. 962–974, 1988.
- KAZANJIAN R.K., DRAZIN R., "Implementing internal diversification: contingency factors for organization design choices", *Academy of Management Review*, vol. 12, pp. 342–354, 1987.
- KHORANA A., ZENNER M., "Executive compensation of large acquirors in the 1980s", *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, pp. 209–240, 1998.

- KIM E.H., MCCONNELL J.J., "Corporate mergers and the co-insurance of Corporate Debt", *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 349–65, 1977.
- KIM E.H., SINGAL V., "Mergers and market power: evidence from the airline industry", *American Economic Review*, vol. 83, pp. 549–569, 1993.
- KITCHING J., "Why do mergers miscarry?", *Harvard Business Review*, vol. 45, no. 6, pp. 84–101, 1967.
- KLEIN B., CRAWFORD R.G., ALCHIAN A.A., "Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", *Journal of Law and Economics*, vol. 21, no. 2, pp. 297–326, 1978.
- KLEIN S., FRAZIER G.L., ROTH V.J., "A transaction cost analysis model of channel integration in international markets", *Journal of Marketing Research*, vol. 27, no. 2, pp. 196–208, 1990.
- KOENIG G., "Production de la connaissance et constitution des pratiques organisationnelles", *Revue de gestion des ressources humaines*, no. 9, pp. 4–17, 1993.
- KOLARI J.W., PYNNONEN S., "Event study testing with cross-sectional correlation of abnormal returns", *Review of Financial Studies*, vol. 23, no. 11, pp. 3996–4025, 2010.
- KOTHARI S.P., WARNER J.B., "Measuring long-horizon security price performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 43, pp. 301–339, 1997.
- KOTHARI S.P., WARNER J.B., "Econometrics of event studies", *Handbook of Empirical Corporate Finance*, vol. 1, pp. 3–36, 2007.
- KREMP E., STÖSS E., "L'endettement des entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches", *Économie Et Statistique*, no. 341–342, 2001.
- LAMBRECH B.M., "The timing and terms of mergers motivated by economics of scale", *Journal of Financial Economics*, vol. 72, pp. 41–62, 2004.
- LANG L.H.P., STULZ R.M., WALKING R.A., "Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers", *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 137–154, 1989.
- LARSSON R., "Case survey methodology: quantitative analysis of patterns across case studies", *Academy of Management Journal*, vol. 36, no. 6, pp. 1515–1546, 1993.
- LARSSON R., FINKELSTEIN S., "Integrating strategic, organizational and human resource perspectives on mergers and acquisitions", *Organizational Science*, vol. 10, no. 1, pp. 1–26, 1999.
- LAUX J., Bankruptcy prediction using accruals and cash based measures, Working paper, The Colorado College – Department of Economics and Business, 1999.

- LE MOIGNE J.L., *Les épistémologies constructivistes*, PUF, Paris, 1995.
- LEETH J.-D., BORG J.-R., "The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, no. 2, pp. 217–238, 2000.
- LEHTO E., BÖCKERMAN P., "Analysing the employment effects of mergers and acquisitions", *Journal of Economic Behavior & Organisation*, vol. 68, pp. 112–114, 2008.
- LEONARD-BARTON D., "Implementation as mutual adaptation of technology and organization", *Research Policy*, vol. 17, pp. 251–267, 1988.
- LERNER J., SORENSEN M., STRÖMBERG P., "Private equity and long-run investment: the case of innovation", *Journal of Finance*, vol. 66, no. 2, pp. 445–477, 2011.
- LEVANT Y., Opérations de croissance externe et système de contrôle organisationnel, PhD thesis, Université des Sciences et Technologies de Lille, 1998.
- LI X., "Productivity, restructuring, and the gains from takeovers", *Journal of Financial Economics*, vol. 109, no. 1, pp. 250–271, 2013.
- LINTNER J., "Expectation, mergers and equilibrium in purely competitive securities markets", *American Economic Review*, pp. 101–111, May 1971.
- LIPPMAN S.A., RUMELT R.P., "Uncertain imitability: an analysis of interfirm differences in efficiency under competition", *The Bell Journal of Economics*, vol. 13, no. 2, p. 418, 1982.
- LLOYD W.P., HAND J.H., MODANI N.K., "The effect of the degree of ownership control on firm diversification, market value, and merger activity", *Journal Business Research*, no. 15, pp. 303–312, 1987.
- LOGUE D.E., NAERT P.A., "A theory of conglomerate mergers: comment and extension", *The Quarterly Journal of Economics*, no. 84, pp. 663–669, 1970.
- LOH C., BEZJAK J.R., TOMS H., "Voluntary corporate divestitures as an anti-takeover mechanism", *Financial Review*, vol. 30, pp. 21–24, 1995.
- LOUGHREN T., VIJH A.M., "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?", *Journal of Finance*, vol. 52, no. 5, pp. 1765–1790, 1997.
- LUBATKIN M., Merger strategies and shareholder returns: a test for merger synergies, Working paper, 1984.
- LUBATKIN M., "Merger strategies and stockholder value", *Strategic Management Journal*, vol. 8, pp. 39–53, 1987.
- LUBATKIN M., CHATTERJEE S., "The strategy-shareholder value relationship: testing temporal stability across market cycles", *Strategic Management Journal*; vol. 12, no. 4, pp. 251–270, 1991.

- LUCAS JR. R.E., "On the mechanics of economic development", *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, no. 1, pp. 3–42, 1988.
- LYS T., VINCENT L., "An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR", *Journal of Financial Economics*, vol. 39, pp. 353–378, 1995.
- MAFFESOLI M., *L'ombre de Dionysos, contribution à une sociologie de l'orgie*, Méridiens Klincksieck, Paris, 1985.
- MALATESTA P.H., "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 155–181, 1983.
- MALMENDIER U., TATE G., "CEO overconfidence and corporate investment", *Journal of Finance*, vol. 60, no. 6, pp. 2661–2700, 2002.
- MALMENDIER U., TATE G., Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction, Working paper, National Bureau of Economic Research, 2004.
- MANNE H.G., "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 73, no. 3, pp. 110–120, 1965.
- MAQUIEIRA C.P., MEGGINSON W.L., NAIL L., "Wealth creation versus wealth redistribution in pure stock-for-stock mergers", *Journal of Financial Economics*, vol. 48, pp. 3–33, 1998.
- MARCHESNAY M., "Les stratégies de spécialisation", *Encyclopédie du Management*, Volume 2, Vuibert, 1992.
- MARKIDES C.C., "Diversification, restructuring and economic performance", *Strategic Management Journal*, vol. 16, no. 2, pp. 101–118, 1995.
- MARKIDES C., OYON D., "International acquisitions: do they create value for shareholders?", *European Management Journal*, vol. 16, no. 2, pp. 125–135, 1998.
- MARTIN K.J., McCONNELL J.J., "Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover", *Journal of Finance*, vol. 46, no. 2, pp. 671–687, 1991.
- MARTIN K.J., "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership", *Journal of Finance*, vol. 51, no. 4, pp. 1227–1246, Sept 1996.
- MARTINET A.C., THIETART R.A. (eds.), *Stratégies : actualité et futurs de la recherche*, FNEGE, Vuibert, 2001.
- MARTYNOVA, M., RENNEBOOG L., The performance of the European market for corporate control: evidence from the 5th takeover wave, Working paper no. 135/2006, ECGI, 2006.
- MASSE P., *Le choix des investissements. Critères et méthodes*, Dunod, Paris, 1959.

- MATHUR I., DE S., "A review of the theories of and evidence on returns related to mergers and takeovers", *Managerial Finance*, vol. 15, no. 4, pp. 1–12, 1989.
- MATSUSAKA J.G., "Corporate diversification, value maximization, and organizational capabilities", *Journal of Business*, vol. 74, no. 3, pp. 409–431, 2001.
- MAYER C., "Corporation tax, finance and the cost of capital", *The Review of Economic Studies*, vol. 53, pp. 93–112, 1986.
- MCCARDLE K.F., VISWANATHAN S., "The direct entry versus takeover decision and stock price performance around takeovers", *Journal of Business*, vol. 67, pp. 1–43, 1994.
- MCWILLIAMS A., SIEGEL D., "Event studies in management research: theoretical and empirical issues", *Academy of Management Journal*, vol. 40, no. 3, pp. 626–657, 1997.
- MEIER O., SCHIER G., *Fusions Acquisitions : Stratégie, Finance, Management*, Dunod, Paris, 2003.
- MERCHANT H., SCHENDEL D., "How do international joint ventures create shareholder value?", *Strategic Management Journal*, vol. 21, no. 7, pp. 723–777, 2000.
- MICHALOPoulos M., ZOPOUNIDIS C., KOURIS I., "An integrated DSS for the assessment of the risk of failure", in JANSSEN J., SJIADAS C.H. (eds.), *Proceedings of the Sixth International Symposium on Applied Stochastic Models and Data Analysis*, pp. 606–625, Crete, May 1993.
- MILBOURN T.T., BOOT A.W.A., THAKOR A.V., "Megamergers and expanded scope: theories of bank size and activity diversity", *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, nos 2–4, pp. 195–214, 1999.
- MILES M.B., HUBERMAN A.M., *Analyse des données qualitatives*, De Boeck, Paris, 2003.
- MINTZBERG H., *Structure et dynamique des organisations*, Editions d'Organisation, Paris, 1982.
- MINTZBERG H., "The fall and rise of strategic planning", *Harvard Business Review*, vol. 72, no. 1, pp. 107–114, 1994.
- MITCHELL M.L., LEHN K., "Do bad bidders become good targets?", *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 2, pp. 372–398, 1990.
- MITCHELL M.L., MULHERIN H., "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity", *Journal of Financial Economics*, vol. 41, pp. 193–229, 1996.
- MITCHELL M.L., PULVINO T., STAFFORD E., "Price pressure around mergers", *Journal of Finance*, vol. 59, no. 1, pp. 31–63, 2004.

- MODIGLIANI F., MILLER D., "Corporate income, taxes and the cost of capital", *American Economic Review*, vol. 53, pp. 433–443, 1963.
- MOELLER S.B., SCHLINGEMANN F.P., STULZ R.M., "Firm size and the gains from acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 73, pp. 201–228, 2004.
- MOELLER S.B., SCHLINGEMANN F.P., STULZ R.M., "Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave", *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 757–782, 2005.
- MONIN P., VAARA E., La construction sociale des synergies dans les fusions et acquisitions, Working paper, Cahiers de Recherches em-lyon, 2005.
- MONTGOMERY C.A., WILSON V.A., "Mergers that last: a predictable pattern?", *Strategic Management Journal*, vol. 7, no. 1, pp. 91–96, 1986.
- MORCK R., SHLEIFER A., VISHNY R., "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 31–48, 1990.
- MORELLEC E., ZHDANOV A., "The dynamics of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, no. 77, pp. 649–672, 2005.
- MORIN E.M., SAVOIE A., BEAUDIN G., *L'efficacité de l'organisation – théories, représentations et mesures*, Gaëtan Morin Éditeur, Montreal, 1994.
- MORVAN Y., *Fondements d'économie industrielle*, 2nd ed., Economica, Paris, 1991.
- MOSAKOWSKY E., "Strategy making under causal ambiguity: conceptual issues and empirical evidence", *Organization Science*, vol. 8, no. 4, pp. 414–442, 1997.
- MUCCHIELLI A., *Dictionnaire des méthodes qualitatives en sciences humaines et sociales*, Armand Colin, Paris, 1996.
- MUELLER D.C., "A theory of conglomerate mergers", *The Quarterly Journal of Economics*, no. 83, pp. 643–659, 1969.
- MUELLER D.C., "A theory of conglomerate mergers: reply", *The Quarterly Journal of Economics*, no. 84, pp. 674–679, 1970.
- MUELLER D.C., "Mergers and market share", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, no. 2, pp. 259–267, May 1985.
- MUELLER D.C., "Mergers", *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 11–13, pp. 700–707, 1992.
- MULHERIN J.H., BOONE A.L., "Comparing acquisitions and divestitures", *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, no. 2, pp. 117–139, 2000.
- MYERS C.S., "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 147–175, 1977.
- MYERS C.S., MAJLUF N.S., "Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187–221, 1984.

- MYERS C.S., "Capital structure", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, pp. 81–102, 2001.
- NAIR S. R., DEMIRBAG M., MELLAHI K., "Reverse knowledge transfer from overseas acquisitions: a survey of Indian MNEs", *Management International Review*, vol. 55, no. 2, pp. 277–301, 2015.
- NAPIER N.K., "Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: a review and suggested typology", *Journal of Management Studies*, vol. 26, no. 3, pp. 271–289, 1989.
- NAU V., "Fusions-acquisitions, Recherche banquiers d'affaires désespérément", *Option Finance*, no. 584, pp. 12–13, 2000.
- NAVATTE P., "L'étude des effets micro-économiques produits par les opérations de fusion absorption", *Revue d'économie industrielle*, no. 4, pp. 117–143, 1978.
- NAVATTE P., Analyse économique et financière des opérations de fusionabsorption menées par les entreprises françaises, 1962–1974, PhD thesis, University of Rennes, 1998.
- NIDEN C.M., "An empirical examination of white knight corporate takeovers: synergy and overbidding", *Financial Management*, vol. 22, no. 4, pp. 28–45, 1993.
- OFFICER M.S., "The market pricing of implicit options in merger collars", *Journal of Business*, vol. 79, no. 1, pp. 115–136, 2006.
- OLIE R., "Culture and integration problems in international mergers and acquisitions", *European Management Journal*, vol. 8, no. 2, pp. 206–215, 1990.
- OOGHE H., JOOS P., DE BOURDEAUDHUIJ C., "Financial distress models in Belgium: the results of a decade of empirical research", *The International Journal of Accounting*, no. 30, pp. 245–274, 1995.
- OPREA R., "Free cash flow and takeover threats: an experimental study", *Southern Economic Journal*, vol. 75, no. 2, pp. 351–366, 2008.
- ORNAGHI C., Mergers and innovation: the case of the pharmaceutical industry, Discussion paper, Economics and Econometrics, University of Southampton, 2005.
- OSBORNE J.D., STUBBART C.I., RAMAPRASAD A., "Strategic groups and competitive enactment : a study of dynamic relationships between mental models and performance", *Strategic Management Journal*, vol. 22, no. 5, pp. 435–454, 2001.
- PABLO A.L., "Determinants of acquisition integration level: a decision-making perspective", *Academy of Management Journal*, vol. 37, no. 4, pp. 803–838, 1994.
- PANZAR J.C., WILLIG R.D., "Economies of scope", *American Economic Review*, vol. 71, no. 2, pp. 268–272, 1981.

- PAQUEROT M., Stratégies d'enracinements des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises, PhD thesis, University of Burgundy, 1996.
- PARENT J., *Les firmes industrielles : 2, croissance des firmes et structures industrielles*, PUF, Paris, 1978.
- PARK C., "Prior performance characteristics of related and unrelated acquirers", *Strategic Management Journal*, vol. 24, no. 5, May 2003.
- PASQUET P., "Le désinvestissement : une stratégie légitime ?", *La Revue des Sciences de Gestion : Direction et Gestion* ; vol. 39, no. 207, 2004.
- PATELL J.M., WOLFSON M., "Good news, bad news, and the intraday timing of corporate disclosures", *The Accounting Review*, vol. 57, pp. 509–527, 1982.
- PATELL J.M., WOLFSON M.A., "The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 223–252, 1984.
- PATUREL R., Croissance externe et croissance interne : l'exemple français de la période récente, PhD thesis, University Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 1978.
- PATUREL R., "Délimitation des concepts de croissance interne et de croissance externe", *Revue économie et sociétés*, no. 2, pp. 1393–1420, 1981.
- PATUREL R., "Stratégie de croissance externe", *Encyclopédie du Management*, vol. 1 Vuibert, pp. 407–418, 1990.
- PATUREL R., "Analyse des manœuvres stratégiques des principales entreprises françaises" *Revue d'économie industrielle*, no. 62, pp. 106–116, 1992.
- PATUREL R., "Restructurations des entreprises Françaises en 1994 : Quelques nouvelles orientations", *Revue d'économie industrielle*, no. 78, pp. 97–115, 1996.
- PATUREL R., "Les manœuvres stratégiques génériques des entreprises", *Economies et sociétés, sciences de gestion*, no. 7–8, pp. 93–118, 1997.
- PATUREL R., *Pratique du management stratégique*, Grenoble University Press, Grenoble, 1997.
- PAULTER P.A., "Evidence on mergers and acquisitions", *The Antitrust Bulletin*, vol. 48, no. 1, p. 119, 2003.
- PERDREAU F., "Désengagements et recentrage en France : 1986–1992", *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 1, no. 2, pp. 137–165, 1998.
- PETTWAY R.H., TRIFTS J.W., "Do banks overbid when acquiring failed banks?", *Financial Management*, vol. 14, no. 2, pp. 5–16, 1985.
- PETTWAY R.H., YAMADA T., "Mergers in Japan and their impacts upon stockholders' wealth", *Financial Management*, vol. 15, no. 4, pp. 43–53, 1986.

- PHAN P.H., HILL C.W.L., "Organizational restructuring and economy performance in leveraged buyouts: an ex post study", *Academy of Management Journal*, vol. 38, no. 3, pp. 704–739, 1995.
- PHELIZON C., "L'impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires: une étude des anticipations des agents selon le motif d'acquisition", *Revue d'économie financière*, 2001.
- PILLOFF A., STEVEN J., "Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, no. 3, pp. 294–310, 1996.
- PILVERDIER-LATREYTE J., *Le marché financier français*, Economica, Paris, 1991.
- PLIHON D., Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance, Working group report, Commissariat général du Plan, Paris, 2002.
- PORTER M. E., *Choix stratégique et concurrence*, Economica, Paris, 1982.
- PORTER M.E., *L'avantage concurrentiel – comment devancer ses concurrents et maintenir son avance*, InterEditions, Paris, 1986.
- PORTER M.E., "From competitive advantage to corporate strategy", *Harvard Business Review*, vol. 65, no. 3, pp. 43–59, 1987.
- PORTER M.E., "De l'avantage concurrentiel à la stratégie", *Harvard-l'Expansion*, Hiver, pp. 6–25, 1990.
- PORTER M.E., "Towards a dynamic theory of strategy", *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 98–117, 1991.
- PORTER M.E., "Localisation et compétitivité", *Sociétal*, no. 19, pp. 47–50, 1998.
- RAJAN R., ZINGALES L., "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", vol. 50, pp. 1421–1460, 1995.
- RAJAN R., SERVAES H., ZINGALES L., "The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment", *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 35–80, 2000.
- RAMASWAMY K.P., "The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the U.S. banking industry", *Academy of Management Journal*, no. 3, pp. 697–715, 1997.
- RAMASWAMY K.P., WAEGELEIN J.F., "Firm financial performance following mergers", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 20, no. 2, pp. 115–126, 2003.
- RAPPAPORT A., "Selecting strategies that create shareholder value", *Harvard Business Review*, vol. 59, pp. 139–149, 1981.
- RAPPAPORT A., *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Free Press, New York, 1986.

- RAU P.R., VERMAELEN T., "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, pp. 223–253, 1987.
- RAU P.R., "Investment bank market share, contingent fee payments and the performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, no. 56, pp. 293–324, 2000.
- RAVENCRAFT D.J., SCHERER F.M., *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, The Brookings Institution, 1987.
- RAVENCRAFT D.J., SCHERER F.M., "Life after takeover", *Journal of Industrial Economics*, vol. 36, no. 2, pp. 147–156, 1987.
- RAVID S.A., SPIEGEL M., Toeholds strategies, takeovers laws and rival bidders, Working paper, Social Science Research Network, 1999.
- RHODES-KROPF M., VISWANATHAN S., "Market valuation and merger waves", *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 2685–2718, 2004.
- ROLL R., "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business*, vol. 59, no. 2, pp. 197–216, 1986.
- ROMELAER P., "L'entretien semi-directif centré", Unpublished paper, 1999.ROMER P.M., "Increasing returns and long-run growth?", *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 5, 1986.
- ROSE P.S., GIROUX G.A., "Predicting corporate bankruptcy: an analytical and empirical evaluation", *Review of Business and Economic Research*, vol. 19, no. 2, pp. 1–12, 1984.
- ROSS S.A., "The economic theory of agency: the principal's problem", *American Economic Review*, vol. 63, no. 2, pp. 134–139, 1973.
- ROUSSEAU L., *L'acquisition d'entreprise : dynamisme et facteurs de succès*, Québec University Press, 1990.
- ROYER I., ZARLOWSKI P., "Échantillon(s)", in THIETART R.A. *et al.* (eds), *Méthodes de recherche en management*, Dunod, Paris, 1999.
- RUBACK R.S., "The effect of discretionary price control decisions on equity value", *Journal of Financial Economics*, no. 10, pp. 83–106, 1982.
- RUBACK R.S., "The Conoco takeover and stockholder returns", *Sloan Management Review*, pp. 13–33, 1982.
- RUBACK R.S., MIKKELSON W., "Corporate investments in common stock", *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices*, vol. 29, 179–209, 1984.
- RUMELT R. (ed.), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard University Press, Massachussets, 1974.

- SAFIEDDINE A., TITMAN S., "Leverage and corporate performance: evidence from unsuccessful takeovers", *Journal of Finance*, vol. 54, no. 2, pp. 547–580, 1999.
- SAGOT-DUVAUROUX D., COUTINET N., *Économie des Fusions et Acquisitions*, La Découverte, Paris, 2003.
- SALTER M.S., WEINHOLD W.A., "Diversification via acquisitions: creating value", *Harvard Business Review*, pp. 166–167, July–August 1978.
- SALTER M.S., WEINHOLD W.A., *Diversification Through Acquisition*, Free Press, New York, 1979.
- SALTER M.S., WEINHOLD W.A., "What lies ahead for merger activities in the 1980s", *Journal of Business Strategy*, vol. 2, no. 4, pp. 66–99, 1982.
- SCHIPPER K., THOMPSON R., "Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 85–119, 1983.
- SCHLEIFER A., VISHNY R.W., "Management entrenchment: the case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 123–139, 1989.
- SCHOLES M., "The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices", *Journal of Business*, vol. 45, pp. 179–211, 1972.
- SCHWEIGER D.M., GOULET P.K., "Integrating mergers and acquisitions: an international research review", *Advances in Mergers and Acquisitions*, vol. 1, pp. 61–91, 2000.
- SCHWEIGER D.M., VERY P., "Editor's Note – International Mergers and Acquisitions Special Issue", *Journal of World Business*, vol. 36, no. 1, pp. 1–2, 2001.
- SCHWEIGER D.M., *M&A Integration: A Framework for Executives and Managers*, McGraw-Hill, New York, 2002.
- SCHWEIGER D.M., VERY P., "Creating value through merger and acquisition integration" in COOPER C., GREGORY A. (eds), *Advances in Mergers and Acquisition: Volume 2*, JAI Press, pp. 1–26, 2003.
- SCHWERT G.W., "Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder?", *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 2540–2599, 2000.
- SCOTT D.F., JOHNSON D.J., "Financing policies and practices in large corporations", *Financial Management*, vol. 11, pp. 51–59, 1982.
- SCOTT D.L., *Wall Street Words*, Revised edition, Houghton Mifflin, 1997.
- SENTIS P., "Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, no. 4, pp. 115–150, 1998.

- SERVAES H., "Tobin's Q and the gains from takeovers", *Journal of Finance*, vol. 66, no. 1, pp. 409–419, March 1991.
- SERVAES H., "Do takeover targets overinvest?", *The Review of Financial Studies*, vol. 7, pp. 253–277, 1994.
- SERVAES H., ZENNER M., "The role of investment banks in acquisitions", *Review of Financial Studies*, no. 9, pp. 787–816, 1996.
- SETH A., "Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation", *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 431–446, 1990.
- SETH A., "Value creation in acquisition: a re-examination of performance issues", *Strategic Management Journal*, vol. 11, no. 2, pp. 99–115, 1990.
- SETH A., SONG K.P., RICHARDSON R., "Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms", *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 921–941, 2002.
- SEVERIN E., DHENNIN S., "Structure du capital et mesure de restructuration", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, no. 1, pp. 155–186, 2003.
- SEVERIN E. (ed.), *Restructuration de l'entreprise*, Economica, Paris, 2004.
- SEYHUN H.N., "Do bidder managers knowingly pay too much for target firms?", *Journal of Business*, vol. 63, pp. 439–464, 1990.
- SHAHRUR H., "Industry structure and horizontal takeovers: analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers", *Journal of Financial Economics*, vol. 76, pp. 61–98, 2005.
- SHARPE W.F., "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, vol. 40, no. 3, pp. 425–442, 1964.
- SHELTON L.M., "Strategic business fits and corporate acquisition: empirical evidence", *Strategic Management Journal*, vol. 9, no. 3, pp. 279–287, 1988.
- SHIN M.S.H., "Corporate tax incentives for conglomerate mergers: model development and empirical evidence", *Contemporary Accounting Research*, vol. 10, pp. 453–481, 1994.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W., "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, pp. 461–488, 1986.
- SHLEIFER A., SUMMER L., "Breach of trust in hostile takeovers", in AUERBACH A. (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 1988.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W., "Value maximization and the acquisition process", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, no. 1, pp. 7–20, 1988.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W., "Management entrenchment: the case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 123–139, 1989.

- SHLEIFER A., VISHNY R.W., "Takeovers in the '60s and the '80s, evidence and implications", *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 51–59, 1991.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W., "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, pp. 737–783, 1997.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W., "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 70, pp. 295–311, 2003.
- SHRIVASTAVA P., "Postmerger integration", *Journal of Business Strategy*, vol. 7, no. 1, pp. 65–76, 1986.
- SICHERMAN N.W., PETTWAY R.H., "Acquisition of divested assets and shareholders wealth", *Journal of Finance*, vol. 42, no. 5, pp. 1261–1973, 1987.
- SILHAN P.A., HOWARD T., "Using simulated mergers to evaluate corporate diversification strategies", *Strategic Management Journal*, vol. 7, pp. 523–534, 1986.
- SIMON H.A., "Rationality in psychology and economics", in HOGARTH R.M. and M.W. REDER (eds.), *Rational Choice – The Contrast Between Economics and Psychology*, The University of Chicago Press, 1987.
- SINGAL V., "Airline mergers and competition: an integration of stock and product price effects", *Journal of Business*, vol. 69, pp. 233–268, 1996.
- SINGH H., MONTGOMERY C.A., "Corporate acquisition strategies and economic performance", *Strategic Management Journal*, vol. 8, pp. 377–386, 1987.
- SMIRLOCK M., STARKS L., "Day-of-the-week and intraday effects in stock returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 17, pp. 197–210, 1986.
- SMITH R., KIM J.-H., "The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns", *Journal of Business*, vol. 67, pp. 281–301, 1994.
- SMITH B.F., WHITE R., ROBINSON M. *et al.*, "Intraday volatility and trading volume after takeover announcements", *Journal of Banking & Finance*, vol. 21, pp. 337–368, 1997.
- ST-PIERRE J., "Offres publiques d'acquisition et réactions des dirigeants", *Finéco*, vol. 1, pp. 1–17, 1991.
- STAKE R.E., *The Art of Case Study Research*, Sage, 1995.
- STANGELAND D.A., DANIELS R.J., MORCK R.K., "À plein régime : une étude de cas du Groupe Hees-Edper", *Finéco*, vol. 5, pp. 189–207, 1995.
- STEVENS D.L., "Financial characteristics of merged firms: a multivariate analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 8, no. 2, pp. 149–158, 1973.
- STEWART T., *Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations*, Bantam Dell Publishing Group, New York, 1999.

- STIGLITZ J.E., "Credit market and the control of capital", *Journal of Money*, vol. 17, no. 2, pp. 133–152, 1985.
- STILLMAN R., "Examining antitrust policy towards horizontal mergers", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 225–240, 1983.
- STRATEGOR, *Stratégie, structure, décision, identité : politique générale d'entreprise*, InterEditions, Paris, 1988.
- TAMISSIER M.H., "Les restructurations marquent la vie des entreprises et des groupes", *Economie et Statistique*, no. 158, pp. 3–19, 1983.
- TAQI S.J., "Catching shadows: success and failure in the search for synergies", *Journal of European Mergers and Acquisitions*, vol. 3, no. 5, pp. 24–37, 1991.
- TAQI S.J., "The dangerous game of vertical acquisitions", *The Journal of European Mergers and Acquisitions*, vol. 4, no. 6, pp. 52–55, July–August 1992.
- TAYLOR M., *Divesting Business Units: Making the Decision and Making it Work*, Lexington Books, Lexington, 1988.
- TEECE D.J., "Economies of scope and the scope of the enterprise", *Journal of Economic Behavior and Organisation*, no. 1, pp. 223–247, 1980.
- TELLER R., "Confiance et modèle comptable", *Economies et Sociétés*, no. 8–9, pp. 263–276, 1998.
- TELLER R., "Dépasser la mesure de la création de valeur pour l'actionnaire : Pourquoi ? Comment ?", *GEMO-ESDES Symposium: Measuring Global Performance*, University of Nice, 2007.
- THIERRY D., "La place réelle des ressources humaines dans les stratégies d'entreprise", *Revue française de gestion*, no. 92, pp. 43–48, Jan–Feb 1994.
- THIETART R.A., "Positions compétitives", *Encyclopédie du Management*, vol. 1, pp. 251–257, 1990.
- THIETART R.A., *Méthodes de recherche en management*, Dunod, Paris, 1999.
- THOMAS D.R.E., "Understanding the basic nature of the service company is the key to effectiveness", *Harvard Business Review*, pp. 158–165, July–August 1978.
- THOMAS J., WORRALL T., "Income fluctuation and asymmetric information: an example of a repeated principal-agent problem", *Journal of Economic Theory*, vol. 51, pp. 367–390, 1990.
- TITMAN S., WESSELS R., "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance*, vol. 43, pp. 1–19, 1988.
- TOMASSONE R., ANDRAIN S., LESQUOY E. et al., *La Régression : nouveaux regards sur une ancienne méthode statistique*, 2nd ed., INRA-Masson, 1992.
- TOMASSONE R., DERVIN C., MASSON J.P., *Biométrie – Modélisation des phénomènes biologiques*, Masson, Paris, 1993.

- TOMBAK M.M., "Mergers to monopoly", *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 11, no. 3, pp 513–546, 2002.
- TRAUTWEIN F., "Merger motives and merger prescriptions", *Strategic Management Journal*, vol. 11, no. 4, pp. 283–295, 1990.
- TRAVLOS N.G., "Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns", *Journal of Finance*, vol. 42, no. 4, pp. 943–963, 1987.
- TREMBLAY V.J., TREMBLAY C.H., "The determinants of horizontal acquisitions: evidence from the US brewing industry", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 37, pp. 21–45, September 1988.
- TUKEY J.W., *Exploratory Data Analysis*, Addison Wesley Publishing Company, Reading, 1977.
- UHLENBRUCK K., HITT M.A., SEMADENI M., "Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource based analysis", *Strategic Management Journal*, vol. 27, no. 10, pp. 899–913, 2006.
- URBAN M.I., "Stratégies d'internationalisation", *Encyclopédie du Management*, vol. 1, pp. 896–906, 1992.
- VERBANO C., CREMA M., "Linking technology innovation strategy, intellectual capital and technology innovation performance in manufacturing SMEs", *Technology Analysis & Strategic Management*, vol. 28, no. 5, pp. 524–540, 2016.
- VERNIMMEN P., QUIRY P., CEDDAHA F., *Finance d'Entreprise*, 4th ed., Dalloz, Paris, 2000.
- VERY P., LUBATKIN M., CALORI R., "A cross-national assessment of acculturative stress in recent European mergers", *International Studies of Management and Organization*, vol. 26, no. 1, pp. 59–86, 1996.
- VERY P., *Des Fusions et des Hommes*, Editions d'Organisation, Paris, 2002.
- VERY P., GATES S., "M&A as project, mergers and acquisitions", in ANGWIN D. (ed.), *Mergers and Acquisitions*, Blackwell Publishing, 2007.
- VIERU D., RIVARD S., "Knowledge sharing challenges during post-merger integration: The role of boundary spanners and of organizational identity", *International Journal of Business and Management*, vol. 10, no. 11, pp. 1–12, 2015.
- WACHEUX F. (ed.), *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Economica, Paris, 1996.
- WALKER M.M., "Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring firm shareholder wealth", *Financial Management*, vol. 29, no. 1, pp. 53–66, 2000.

- WALKLING R.A., LONG M.S., "Agency theory, managerial welfare and takeover bid resistance", *The RAND Journal of Economics*, vol. 15, no. 1, pp. 54–68, 1984.
- WALSH J.P., "Top management turnover following mergers and acquisitions", *Strategic Management Journal*, vol. 9, no. 2, pp. 173–183, 1988.
- WALSH J.P., ELLWOOD J.W., "Mergers, acquisitions, and the pruning of managerial deadwood", *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 201–217, 1991.
- WANSLEY J.W., LANE W.R., YANG H.C., "Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment", *Financial Management*, vol. 12, no. 3, pp. 16–23, 1983.
- WANSLEY J.W., ROENFELDT R.L., COOLEY P.L., "Abnormal returns from merger profiles", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 18, no. 2, pp. 149–163, 1983.
- WARD J.T., "An empirical study of the incremental predictive ability of Beaver's naive operating flow measure using four-state ordinal models of financial distress", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 21, no. 4, p. 547, 1994.
- WATTS R., ZIMMERMAN J., *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1986.
- WATTS R., ZIMMERMAN J., "Positive accounting theory: a ten year perspective", *The Accounting Review*, vol. 65, no. 1, pp. 131–156, 1990.
- WAVERMAN L., *La mondialisation des sociétés par le jeu des fusions et acquisitions*, The University of Calgary Press, 1991.
- WEBER Y., SCHWEIGER D.M., "Strategies for managing human resources during mergers and acquisitions: an empirical investigation", *Human Resource Planning*, vol. 12, no. 2, pp. 69–86, 1989.
- WEISS L.-A., The impact of incorporating the cost of errors into bankruptcy prediction models, Working paper, no. 96/27/AC, INSEAD, May 1996.
- WERNERFELT B., "A resource-based view of the firm", *Strategic Management Journal*, vol. 5, pp. 171–180, 1984.
- WESTON J.F., "Divestiture: mistakes or learning?", in GAUGHAN P.A. (ed.), *Readings in Mergers and Acquisitions*, Blackwell, Oxford, 2001.
- WESTON J.F., "The Exxon-Mobil merger: an archetype", *Journal of Applied Finance*, pp. 69–88, Spring/Summer 2001.
- WESTON J.F., MITCHELL M.L., MULHERIN J.H., *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall, Upper Saddle River, 4th ed., 2003.

- WHITE H., "A heteroskedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity", *Econometrica*, vol. 48, no. 4, pp. 817–838, 1980.
- WIER P., "The costs of antimerger lawsuits: evidence from the stock market", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 1983.
- WILKINS A.L., OUCHI W.G., "Efficient culture: exploring the relationship between culture and organizational performance", *Administrative Science Quarterly*, vol. 28, pp. 468–481, 1983.
- WILLIAMSON O.E., *Markets and Hierarchies*, Free Press, New York, 1975.
- WILLIAMSON O.E., "Transaction-cost economics: the governance of contractual relations", *Journal of Law and Economics*, vol. 22, no. 2, pp. 233–261, 1979.
- WILLIAMSON O.E., "The modern corporation, origins, evolution, attributes", *Journal of Economic Literature*, vol. 19, pp. 1537–1568, December 1981.
- WILLIAMSON O.E., *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York, 1985.
- WRIGLEY L., Divisional autonomy and diversification, Unpublished doctoral thesis, Harvard Business School, 1970.
- WRUCK K.H., "Financial policy, internal control, and performance: Sealed Air corporation's leveraged special dividend", *Journal of Financial Economics*, vol. 36, pp. 157–192, 1994.
- YIN R.K., *Case Study Research: Design and Methods*, 3rd ed., Sage, Thousand Oaks, 2002.
- YOOK K.C., "The measurement of post-acquisition performance using EVA", *Quarterly Journal of Business & Economics*, vol. 42, nos 3 and 4, 2004.
- YOUNG D., "Rhône-Poulenc au crible de l'EVA", *L'Expansion Management Review*, 1998.
- ZWIEBEL J., "Dynamic capital structure under management entrenchment", *American Economic Review*, vol. 86, pp. 1197–1215, 1996.

Index

A

absorption, 5, 26, 34, 76, 167, 186, 252
accroissement, 1, 10, 62, 67, 74, 75, 90, 99, 100-102, 114, 116, 177, 193, 195, 202
achat, 8, 9, 30, 31, 33, 77, 100, 105, 106, 108, 113, 115, 180, 193
acheteur, 37, 94, 107
acquéreur, 6, 7, 10, 13, 17, 18, 31, 33, 34, 36, 41, 47, 56, 76, 78-81, 89-92, 130-132, 169, 171, 177, 180, 181, 184
actifs, 1, 10, 11, 16, 17, 21, 26, 27, 34, 35, 45, 56, 57, 59, 61, 62, 64-66, 72, 75-77, 90, 99, 101, 103, 109, 112, 115, 116, 122, 125, 135, 153, 185, 186, 189-191, 195, 200
actionnaire, 49, 88, 102, 141
actions, 26-28, 31, 34, 41, 59, 60, 75, 77, 80, 91, 93, 95, 105, 115, 122, 130, 131, 135, 160, 164, 165, 170, 171, 177, 180-182, 184, 219
activité, 7, 13-18, 21, 47, 52, 57, 59-62, 67, 85, 100, 103, 104, 110, 112, 133, 145, 146, 158, 164, 189, 195

amélioration, 10, 45, 54, 61, 66, 67, 69, 71, 72, 99, 101, 104, 106, 109, 112, 114, 116, 180, 192, 194, 201
asymétrie d'information, 40, 93

B

barrière, 40, 69, 105, 112
bénéfice, 18, 24, 117, 134, 149, 153, 161, 162, 165, 180, 184, 189, 200-202, 219
Bourse, 30, 31, 36, 37, 165, 173, 174

C

capacité d'endettement, 19, 75, 80, 99-101, 103, 114, 115, 139, 144, 153, 156, 157, 205
cession, 36, 60, 63, 64, 69, 75, 92, 107, 184, 187
charges, 10, 12, 102, 108, 109, 112, 113, 117, 132, 144, 149, 152-157, 186, 192, 197, 201-203
chiffre d'affaires, 15, 86, 90, 103-105, 107, 114, 133, 135, 139, 141, 144-149, 151, 153-156, 160-163, 165, 166, 184, 192-198, 200, 201, 205, 218, 220

cible, 6, 7, 10, 11, 13, 17, 27, 28, 30, 31, 33-37, 39, 47, 56, 72, 75-81, 91, 92, 95, 100, 105, 106, 109, 110, 130, 131, 139, 161, 169, 171, 177, 178-181, 184, 185, 202
 client, 2, 11, 12, 85, 104, 105, 108
 compétence, 158
 comportement, 25, 35-39, 41, 45, 63, 70, 72, 77, 93, 94
 comptable, 24, 85, 130, 135, 140, 141, 171, 185, 200
 concentration, 6-9, 14, 23, 26, 38, 49, 50, 52, 57, 62, 67, 68, 72, 73, 81, 95, 104, 160
 concurrent, 69, 84, 88
 conglomérat, 14, 73, 132
 connaissance, 23, 51, 121, 174
 consommateur, 12, 85
 contribution, 15, 20, 21, 86, 107, 143
 contrôle, 5, 7, 11, 26, 28-31, 35, 38-41, 45, 62, 65, 70, 89, 94, 102, 114, 115, 130-133, 141, 156, 159, 174, 205
corporate restructuring, 23, 63
 coût, 18, 30, 41, 49, 67, 86, 87, 89, 90, 100, 102, 103, 105, 107, 108, 132, 134, 135, 144, 153, 154, 157, 158, 170, 219
 création de valeur, 1, 11, 19, 21, 34, 50, 71, 84-92, 95, 97, 100-104, 114, 117-119, 121, 129, 131, 132, 134, 140, 141, 143, 144, 149, 154-157, 171-173, 194, 195, 201, 205
 crise, 47-49, 52, 56, 59, 60, 64, 69
 croissance, 2, 5, 6, 10, 11, 14, 19, 23, 25-27, 31, 39, 41, 45, 49-52, 54, 60, 66, 69-73, 84-86, 88, 90, 103-106, 113, 117, 131, 133, 135, 139, 154-159, 169, 177, 189, 197, 205

D

désengagement, 55, 65, 67
 désinvestissement, 39, 59, 60-62, 67, 70, 194
 destruction, 11, 91, 92, 95, 103, 134, 139, 140, 141, 143, 144, 154, 156, 157, 176, 194, 201, 205, 207
 développement, 1, 2, 6, 10-13, 16-18, 21, 27, 33, 39, 50, 52, 53, 57, 59, 60, 67, 70, 71, 75, 88, 93, 94, 106, 107, 111-113, 131, 157, 159, 186, 191, 201
 dirigeant, 35, 40, 80, 86, 93, 115
 discipline, 37, 76, 77
 disparition, 26, 27, 167, 186
 distribution, 6, 12, 13, 16, 18, 20, 50, 54, 57, 104-106, 110, 122, 126, 128, 129, 176, 217
 divergence, 130
 diversification, 6, 11, 13-23, 39, 50-52, 57, 59, 60, 63-69, 72, 73, 81, 94, 95, 99-101, 106, 111, 132, 171
 non reliée, 6, 19
 reliée, 6, 11, 19, 95
 domaine, 2, 6, 15, 74, 84, 91, 102, 121, 159, 216

E

échec, 23, 51, 61, 63, 67, 82, 91-95, 133, 140, 154, 163, 164
 échelle, 10, 12, 18, 20, 51, 62, 72, 73, 99, 101, 106-112, 140
 économie, 20, 52, 53, 106, 108, 115, 116, 193
 effet de levier, 38, 39
 efficacité, 8, 11, 19, 76, 78, 86, 101, 106, 123, 174, 189
 efficience, 18, 33, 51, 62, 77, 87, 101-103, 106, 109, 122, 185

endettement, 19, 33, 39, 41, 61, 75, 114, 115, 117, 118, 144, 152, 153, 155-157, 162, 188, 203, 205
 enracinement, 39, 40, 72, 80, 93
 entité, 1, 5, 8, 12, 26, 27, 33, 34, 61, 89, 93, 99, 100, 102, 104, 105, 107-111, 140, 156, 169, 171, 188, 189, 192
 entreprise, 1, 5-7, 11-17, 20, 26-31, 36, 39, 41, 59-62, 67-72, 84-86, 91, 95, 100-102, 104-108, 110, 113-118, 133-135, 139, 151, 155-157, 160, 168, 172, 185, 188, 194, 197
 équipe, 37, 88, 93, 95, 112, 167
 espèces, 34, 75, 170
 étude, 6, 11, 17, 20, 24, 36, 39, 50, 51, 53, 58, 64, 73, 80, 89, 91, 92, 94, 110, 113, 121, 129, 130, 132-135, 141, 156, 157, 163, 164, 169, 171, 172, 174, 176, 185, 193, 205
 d'événement, 20, 90, 129, 172, 174, 234
 événement, 122-127, 129, 131, 134, 172-181, 184, 241
 évolution, 1-3, 5, 21, 23, 25, 26, 45-47, 55, 58, 65, 68, 69, 80, 83, 88, 103-105, 114, 121, 142, 151, 153, 171, 176, 178, 180, 187, 189, 190, 196, 201, 205
 expansion, 5, 7, 31, 34, 73
 exploitation, 5, 10, 12, 14, 18, 35, 72, 73, 81, 86, 99, 101, 105-107, 109-111, 113, 116, 135, 139, 144, 149, 153, 157, 185, 189, 197, 201, 202, 205

F

finance, 20, 45, 46, 49, 56, 57, 84, 111, 205

firme, 1, 8, 11-14, 24, 33, 34, 40, 41, 45, 59-63, 67, 69, 70, 77, 83-86, 88, 101, 103-108, 111, 112, 114-117, 132, 133, 139, 141, 163, 170, 171

fiscalité, 117

fonction, 6, 15, 16, 18, 19, 21, 33, 76, 78, 89, 99, 106, 116, 121, 167, 171, 181

fournisseur, 2, 11, 12, 105

G, I

gain, 20, 72, 75, 79, 81, 89, 178, 180, 202

gestion, 1, 12-14, 18, 21, 23, 28, 34, 35, 40, 64, 69, 78, 84, 85, 105, 106, 108, 110, 111, 119, 135, 167, 168, 185

impôt, 75, 114, 117, 118, 144, 152-154, 192, 193, 198, 201, 202

indice, 8, 9, 124-126, 175

industriel, 36, 113, 133, 146, 185

information, 33, 34, 36, 40, 92, 116, 122, 168, 173, 180

innovation, 11, 50, 106, 107, 112

intégration, 1, 11, 12, 15, 19, 33, 34, 71-73, 93, 94, 111, 131, 141, 167-169, 186, 189, 205

intérêt, 10, 14, 20, 23, 28, 33, 38, 41, 53, 58, 78, 85, 87, 88, 93, 131, 152, 219

investissement, 37, 49, 62, 71, 86, 103, 113-115, 117, 118, 134, 144, 152-154, 157, 166, 171, 180

investisseur, 38, 162, 178, 185

L

liquidation, 23, 36, 60, 70

liquidité, 33, 49, 65, 76, 81, 105, 115, 132, 133, 145, 153, 155, 162

logique, 5, 23, 24, 50, 61-63, 67, 94, 104, 107, 139, 142

M

management, 17, 23, 39, 51, 94, 100, 112, 131, 169, 171, 186, 201

manager, 24, 111

marché, 6-11, 13, 19, 25, 31, 35, 37-41, 45-47, 50, 53-59, 69-74, 84, 90, 100, 104, 109-111, 113, 122, 124-127, 130, 134, 137, 139, 157-160, 169, 172-175, 177, 180, 185, 192, 201 de contrôle, 25, 35, 37-39, 41, 69, 70, 79, 93, 139

marge, 11, 12, 54, 133, 135

marketing, 6, 15, 17, 18, 50, 93, 110-112, 158, 168

méthode, 1, 64, 102, 122, 125-128, 131-134, 142, 143, 172, 185-188

de mesure, 121, 171

métier, 16, 17, 23, 55, 60-62, 67-70, 84, 99, 111

modalité, 25, 86

motivation, 34, 54, 72, 73, 75-78, 80, 81, 83, 121, 205

O

objectif, 1, 41, 45, 51, 59, 61, 68, 72, 73, 84, 88, 94, 101, 105, 110, 114, 140, 142, 165, 167-169, 172, 176, 185, 186, 198, 200

offre, 16, 31, 34-36, 70, 80, 131-133, 135, 163-167, 170, 172, 173, 175, 182-184

OPA, 25, 26, 31, 33-39, 41, 53, 62, 65, 70, 76-78, 81, 90, 95, 139, 157, 161, 163, 164, 166, 167, 169-173, 176, 178-186

OPE, 31, 34, 36, 163

opération, 7-10, 19, 26-28, 31, 34-39, 48, 59, 73, 77, 79, 82, 90-95, 100, 112, 114, 121, 130-133, 139-142, 149, 153, 157, 163, 167, 170, 172-174, 180-182, 184-187, 198, 205 optimisation fiscale, 75, 99, 103, 117, 153, 157, 197

P

paiement, 34, 75, 95, 105, 115, 131, 132, 155, 170

participation, 26, 28-30

pensée managériale, 3, 5, 14, 21, 22, 46, 59, 121

performance, 6, 9, 10, 15, 16, 19, 25, 41, 42, 59, 61, 67, 71, 76-78, 81, 84-86, 88, 90, 92, 95, 99, 112, 121, 122, 126, 130-133, 140, 161, 171, 172, 185, 186, 189, 198-201, 205

pilotage, 1, 167

politique, 1, 2, 11, 14, 16, 28, 36, 41, 54, 60, 67, 85, 88, 106, 110, 111, 113, 115, 118, 141, 166, 167, 189, 194

portefeuille, 59, 60, 63, 124, 157, 165

position dominante, 8, 9, 63

potentiel fiscal, 1, 100, 152, 156, 192, 203

pouvoir de marché, 20, 51, 74, 87, 90, 99, 101, 104, 105, 201

prix, 7-9, 16, 31, 35, 36, 61, 87-89, 100, 102, 104, 105, 108, 110, 122, 130, 134, 159, 166, 180, 191, 194, 197

production, 2, 6, 11-18, 20, 54, 87, 101-106, 108-110, 112, 113, 139, 158, 160, 216, 217

produit, 6, 7, 12, 13, 18-21, 36, 59, 69, 74, 85, 106, 108, 110, 159, 160, 165, 175, 189

proximité, 15, 107, 108, 110, 181

R

rachat, 5, 26, 28, 30, 39, 63, 165, 182, 184
 ramassage, 30
 rapprochement, 1, 2, 7, 12, 13, 28, 58, 63, 72, 75-77, 90, 95, 103, 142, 149, 153, 166
 rationalisation, 10, 11, 57, 64, 109
 recentrage, 41, 52, 54, 57, 62, 66-68
 redressement, 76, 77, 180
 regroupement, 5, 20, 27, 33, 75-77, 86, 87, 108-111, 121, 146, 171, 187
 relationalité, 14, 20, 130
 remodelage, 68
 rendement, 86, 92, 95, 122, 124, 125, 127-132, 134, 135, 172, 175, 178, 179
 anormal, 92, 125, 127-129, 131, 132, 134, 175, 178, 179
 cumulé, 92, 125
 rentabilité, 10, 41, 45, 60, 61, 67-69, 85, 86, 88, 90-92, 102, 111, 122-125, 130, 131, 133-135, 149, 157, 166, 171, 172, 174, 175, 189, 193, 195, 201
 anormale, 61, 90, 91, 123, 124
 réorganisation, 54, 64, 66, 167, 168
 ressources, 7, 10, 14, 16-20, 23, 26, 27, 30, 39, 55, 59, 60, 62, 64, 71, 72, 74, 82, 86, 87, 93-95, 100, 103, 107, 109-112, 115, 131, 132, 168
 restructuration, 1, 10, 14, 25, 26, 34, 45, 49, 59, 62-69, 99, 103, 107, 108, 112, 153-157, 169, 192, 201, 205
 riposte, 25, 31
 risque, 11, 49, 51, 62, 65, 67, 69, 70, 75, 95, 100, 103, 114, 116-118, 123, 125, 130, 132, 133, 139, 140, 144, 153, 156, 157, 163

financier, 103, 116, 117, 139, 144, 153, 156, 157

S

scientifique, 5, 24, 45, 59, 69, 70, 85, 159
 scission, 26, 27
 secteur, 8, 11, 36, 38, 47, 49, 50, 54, 56, 57, 62, 64, 73, 74, 77, 81, 83, 87, 92, 101, 114, 123, 133, 134, 145, 146, 158, 160, 169, 171, 186, 187, 194, 198, 200, 201, 203, 220
 segment, 15, 16, 20, 21, 23
 société, 2, 7, 11, 13, 18, 26-29, 31, 36, 60, 62, 63, 66, 69, 89, 90, 102-104, 112, 122, 132, 141, 159, 160, 162, 165, 167, 172, 180, 186, 187, 194, 200, 202
 solvabilité, 133, 145, 151-153, 155
 source de création de valeur, 101, 105, 113, 153
 spécialisation, 7, 12, 15, 17, 62, 64, 65, 67-69, 108, 109, 249
 stratégie, 2, 5, 6, 10-16, 19, 20, 23, 27, 30, 33, 34, 45, 54, 55, 59, 60, 62, 64-70, 87, 100, 106, 110-112, 114, 119, 132, 139, 157, 158, 163-165, 168, 169, 186, 194, 201
 structure, 9, 15, 28, 37, 41, 54, 63, 64, 68, 75, 77, 100, 114-116, 118, 135, 160, 168
 synergie
 financière, 20, 87
 opérationnelle, 1, 73, 87

T

taille, 1, 5, 18, 23, 25, 49, 51, 52, 54, 57, 70, 73, 81, 83, 94, 95, 101, 103, 104, 111, 115-117, 123, 127, 129, 132, 139, 142, 149, 156, 161, 162, 169, 171, 180, 188, 189, 205
 taxe, 132

technologie, 15, 18, 21, 74, 106, 146,
158
test
 non paramétrique, 129
 paramétrique, 126, 128
théorie, 35, 36, 39, 62, 66, 79, 80, 85,
88, 102, 103, 114-116, 121, 141,
172
 d'agence, 35, 36, 62, 79, 88
transaction, 6, 9, 19, 34, 36, 37, 95,
133
transférabilité, 6, 117
transfert de richesse, 99, 100, 102,
103

V, Z

vague de fusions/acquisitions, 41, 83,
84
valeur, 8-14, 19-21, 24, 34-37, 41, 46-
49, 55, 58, 66, 67, 72, 77-80, 84-92,
102, 111, 113-119, 131, 133-135,
139-141, 147-149, 151-157, 172-
174, 184, 191, 195, 200-202, 207
valorisation boursière, 1, 62, 74
vendeur, 36, 37
zone, 7, 9, 63