

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

MÉMOIRE

**FUSIONS ET ACQUISITIONS : LES FACTEURS QUI
INFLUENCENT LA PERFORMANCE POST-OPÉRATION**

**PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA
MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES
MBA-RECHERCHE**

**Par
KAOUTHER BENNANI**

MAI 2006

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

Remerciements

De cette étape de ma vie, je retiens qu'on parvient à réaliser nos objectifs grâce au désir continu de se dépasser, mais aussi, je retiens surtout qu'on n'y parvient pas seul, et que de toutes façons, la victoire serait amère si on ne la partage pas. Alors, je désire partager cette réussite avec les personnes citées ci- dessous.

Bien évidemment, mes premiers remerciements vont à ma directrice de mémoire qui s'est beaucoup investit intellectuellement tout le long de ce travail. Merci à Mme Dumitriu, à Camélia, pour ses critiques constructives, ses qualités de pédagogue, son sens analytique, son aide précieuse et ses bons conseils. Merci Camélia pour tes qualités humaines, ta dévotion professionnelle et ton dynamisme contagieux. Tu resteras pour moi le meilleur professeur que j'ai rencontré durant ma carrière d'étudiante.

Je tiens à remercier tous mes amis pour les bons moments qu'on a passé ensemble et le soutien moral qu'ils m'ont toujours apporté et plus particulièrement, Sinda Kilani, Chahdene Ben Younes, Dorra Ghérib, Maher Saidene, Mourad Limam, Chiraz Guedda et Sami Besbes.

Je remercie particulièrement Moez Bennouri, mon adorable époux. À travers l'élaboration de ce travail, je me suis assuré à quel point il est exceptionnel. Sans sa confiance, son soutien et ses encouragements constants, ses qualités d'écoute et de conseils, sa patience, sa compréhension et son amour il m'aurait été impossible de réussir.

Au soleil qui illumine ma vie, mon tendre et charmant bébé Yassine. Maman te remercie pour le bonheur que tu lui procure et pour m'avoir laissé le temps pour travailler.

Je remercie les êtres les plus chers de ma vie, mes parents, mes deux frères Kais et Nabil et ma sœur Dhekra. Merci pour tous leur amour, leur soutien, leur présence. Merci pour tous les moments de folie et de joie qu'on a passé ensemble.

Je remercie mon père Mohamed Bennani pour ses conseils, ses gâteries, sa confiance et l'estime qu'il a pour moi. Papa, tu m'as appris la persévérance et la détermination. J'espère que je suis à la hauteur de tes attentes.

Enfin je dédie ce mémoire à Naima Ben Abdallah, épouse Bennani, ma mère, pour toutes les heures qu'elle a passé et qu'elle passe encore à m'écouter et à me conseiller; pour son sens de l'audace et sa détermination, son intelligence et sa tendresse, ses qualités de femme moderne et fonceuse; de mère exceptionnelle. Merci maman pour les plats que tu préparais dans mes périodes de révision et ton délicieux jus de fraise.

Maman, cette réussite est tienne. Sans toi je ne serai pas là aujourd'hui.

Sommaire

Remerciements

Liste des tableaux.....i

Liste des graphiques.....iv

Liste des figures.....v

RÉSUMÉ

Introduction et objectifs de recherche.....1

CHAPITRE I.....5

Les formes de fusions et acquisitions.....5

1.1 Les types de fusions.....7

1.1.1 La fusion- absorption.....8

1.1.2 La création d'une société nouvelle.....9

1.2 Les types d'acquisition.....10

1.2.1 L'acquisition pour fins de croissance verticale.....10

1.2.2 L'acquisition pour fins de croissance horizontale.....12

1.2.3 La croissance conglomérale.....15

1.2.4 Les fusions acquisitions concentriques.....16

1.3 Les objectifs d'une opération de F&A : une approche stratégique.....17

1.3.1 La réduction des coûts de production
.....17

1.3.2 Le partage des risques et des coûts irrécupérables.....18

1.3.3 La recherche de synergies.....18

1.3.3.1 Les synergies opérationnelles.....19

1.3.3.2 Synergies de coûts liées au partage de ressources.....19

1.3.3.3 Synergies de croissance.....20

1.3.3.4 Les synergies financières.....20

1.3.4 La réduction des coûts de transaction.....21

1.3.5 Le recentrage sur les compétences de base.....22

1.3.6 Pénétration des marchés étrangers.....22

1.3.6.1 Réduire l'incertitude sur les marchés étrangers.....23

1.3.6.2 Contournement des barrières tarifaires et non tarifaires.....24

1.3.7 La diversification.....24

1.3.8 Éliminer les concurrents.....29

1.3.9 La création des barrières à l'entrée.....29

1.3.10 S'adapter à l'environnement technologique.....29

1.3.11 Acquérir une taille critique.....27

1.3.12	Se protéger contre une prise de contrôle.....	27
1.3.13	La valorisation du cours de l'action.....	28
1.3.14	S'adapter aux changements.....	29
1.3.15	Conclusion.....	30
1.4	Fusions et acquisitions: Approche juridique.....	31
1.4.1	Les acquisitions par achat d'actions.....	31
1.4.1.1	Les offres publiques d'achat.....	31
1.4.1.2	Les types d'OPA.....	33
1.4.2	Les acquisitions par échange d'actions.....	34
1.4.2.1	Les offres publiques d'échange OPE.....	34
1.5	La comptabilisation des fusions acquisitions.....	36
1.5.1	L'achat pur et simple.....	36
1.5.2	La fusion des d'intérêts communs.....	37
1.6	Fusions acquisitions : approche financière.....	38
1.6.1	Les types de financement.....	38
1.6.1.1	Le financement par liquidité.....	38
1.6.1.2	Le financement par émission d'actions.....	39
1.6.1.3	Le financement mixte.....	40
1.7	Les techniques de valorisation.....	41
1.7.1	L'approche Actuarielle.....	42
1.7.1.1	Le modèle Gordon Shapiro (1956).....	43
1.7.1.2	Le modèle de Bates.....	43
1.7.1.3	La méthode d'actualisation des « free cash-flows ».....	45
1.7.2	L'approche comparative.....	46
1.7.2.1	L'approche par les sociétés comparables ou le « <i>peer group</i> ».....	47
1.7.2.2	Le Price Earning Ratio (PER).....	47
1.7.2.3	Le ratio capitalisation sur dividendes.....	47
1.7.2.4	Le Price to Book Ratio (PBR).....	48
1.7.2.5	Le Price to Sales Ratio (PSR).....	48

Chapitre II

Méthodologie de recherche.....	49
2.1 Méthodologie de recherche.....	49
2.1.1 Démarche méthodologique.....	49
2.1.2 Modèle de régression.....	51
2.1.2.1 Régressions linéaires simples.....	51
2.1.2.2. Régressions linéaires multiples ou multivariées.....	52
2.1.3 Description des variables.....	54
2.1.3.1 La valeur de la transaction.....	55
2.1.3.2 La taille relative.....	55
2.1.3.3 L'expérience en acquisition.....	55
2.1.3.4 L'indice culturel de Hofstede.....	55
2.1.3.5 La correspondance entre le pays d'origine de la cible et de l'acquéreuse.....	56
2.1.3.6 Primary SIC Code (SCIAN).....	56
2.2 Données.....	58
2.2.1 Description des sources de données.....	58

2.2.1.2 Deuxième extraction.....	58
2.2.2 Propriétés de l'échantillon.....	59

Chapitre III

Les opérations de fusions-acquisitions

: étapes, risques et facteurs de réussite.....63

3.1 L'étape préliminaire : la phase stratégique.....	64
3.1.1 Le diagnostic.....	64
3.1.2 Le plan d'acquisition.....	67
3.1.2.1 Description.....	67
3.1.2.2 Les étapes du plan d'acquisition.....	68
3.1.3 Les sources de risques de la phase stratégique.....	74
3.1.3.1 Gérer les rumeurs.....	74
3.1.3.2 Contrôler facteurs émotionnels.....	75
3.1.3.3 Ne pas se laisser piéger par les modes ou les tendances.....	76
3.1.3.4 Ne pas se précipiter.....	78
3.1.3.5 Vérifier la validité du diagnostic initial lorsque le contexte change.....	78
3.1.3.6 Éviter d'accorder une confiance démesurée aux intervenants.....	79
3.1.3.7 La surévaluation ou la sous évaluation de la cible.....	80
3.2 La phase de négociation.....	84
3.2.1 Les sources de risques de la phase de négociation.....	86
3.2.1.1 Éviter que la conclusion de l'accord soit l'unique objectif.....	86
3.2.1.2 L'hypothèse d'hubris.....	87
3.2.1.3 Un prix trop élevé.....	88
3.2.1.4 La pression.....	89
3.2.1.5 Refus d'arrêter le processus.....	89
3.3 La phase d'intégration.....	92
3.3.1 Les styles de management.....	95
3.3.1.1 Intégration de préservation.....	96
3.3.1.2 Intégration de rationalisation.....	99
3.3.1.3 Intégration de type symbiotique.....	101
3.3.2 Les sources de risque propres à la phase d'intégration.....	103
3.3.2.1 Domination abusive.....	104
3.3.2.2 Sous estimation de la phase d'intégration.....	105
3.3.2.3 Rigidité du processus.....	106
3.3.2.4 Rationalisation excessive des actifs.....	106
3.3.2.5 Des synergies potentielles non réalisées.....	107
3.3.2.6 Risque culturel.....	109
3.3.2.7 Les problèmes de mandat.....	113
3.3.2.8 Le rôle du conseil d'administration.....	114
3.3.2.9 La communication.....	114
3.3.2.10 L'écart de taille.....	116
3.3.2.11 La répartition du pouvoir.....	116
3.3.2.12 Divergence des systèmes de rémunération.....	118
3.3.2.13 Problème de leadership.....	118
3.3.2.14 La quête des gains rapides.....	119

3.4 Conclusion.....	119
---------------------	-----

Chapitre IV

Choix des variables et des unités de mesure.....120

4.1 Variable « Diversification ».....	122
---------------------------------------	-----

4.2 Variable « différences culturelles ».....	129
---	-----

4.2.1 Définition de la culture.....	129
-------------------------------------	-----

4.2.2 Études sur les différences culturelles.....	130
---	-----

4.3 Variable « prix » ou « prime payée ».....	140
---	-----

4.4 Variable « taille ».....	144
------------------------------	-----

4.5 « Expérience en acquisition ».....	147
--	-----

Chapitre V

Résultats.....150

5.1. Résultats.....	153
---------------------	-----

5.1.1 L'étude de l'impact des diverses variables sur la performance de l'entreprise après une opération de F&A : le cas des entreprises ayant fait des F&A nationales.....	153
--	-----

5.1.1.1 Analyse univariée.....	153
--------------------------------	-----

5.1.1.2 Analyse multivariée.....	157
----------------------------------	-----

5.1.2 L'étude de l'impact des diverses variables sur la performance de l'entreprise après une opération de F&A : le cas des entreprises ayant fait des F&A transnationales.....	159
---	-----

5.1.2.1 Analyse univariée.....	159
--------------------------------	-----

5.1.2.2 Analyse multivariée.....	163
----------------------------------	-----

5.1.3 Résultats comparatifs.....	166
----------------------------------	-----

5.1.4 L'étude de l'impact des diverses variables sur la performance de l'entreprise après une opération de F&A : le cas des entreprises ayant fait des F&A dans des secteurs d'activité différents des leurs (diversification non reliée).....	167
---	-----

5.1.4.1 Analyse univariée.....	167
--------------------------------	-----

5.1.4.2 Analyse multivariée.....	168
----------------------------------	-----

5.1.5 L'étude de l'impact des diverses variables sur la performance de l'entreprise après une opération de F&A : le cas des entreprises ayant fait des F&A dans les mêmes secteurs.....	169
---	-----

5.1.5.1 Analyse univariée.....	169
--------------------------------	-----

5.1.5.2 Analyse multivariée.....	170
----------------------------------	-----

5.1.6 Comparaison E3 et E4.....	170
---------------------------------	-----

5.1.7 Échantillon complet.....	172
--------------------------------	-----

5.1.7.1 Analyses univariées.....	172
----------------------------------	-----

5.1.7.2 Analyse multivariée.....	173
----------------------------------	-----

Chapitre VI	
Conclusions finales et contributions personnelles.....	176

Bibliographie

Liste des tableaux

Tableau 1.1: Fusions- acquisitions par type de concentration.....	12
Tableau 1.2: La part de marché et le niveau de concentration de l'industrie.....	15
Tableau 1.3: F&A transfrontalières par secteur de l'acheteur, 1990-1999 (En millions \$).....	17
Tableau 1.4: Caractéristiques des F&A américaines selon les périodes.....	35
Tableau 1.5: Répartition des opérations de croissance externe des sociétés cotées aux États- Unis en fonction du mode de paiement	40
Tableau 2.1: Équations de régression.....	53
Tableau 2.2: Variables, unités de mesure et appellations.....	54
Tableau 2.3: Aperçu sur la variable taille relative.....	59
Tableau 2.4: Distribution de l'échantillon selon les pays d'origine des entreprises.....	61
Tableau 3.1: Risques de la phase stratégique et pistes pour les gérer.....	80
Tableau 3.2: Procédures de négociation pour les entreprises cotées et non cotée.....	83
Tableau 3.3: Risques de la phase de négociation et pistes pour les gérer.....	89
Tableau 3.4: Caractéristiques de l'intégration par préservation.....	95
Tableau 3.5: Conditions et risques relatifs à l'intégration par préservation.....	96
Tableau 3.6: Caractéristiques de l'intégration par rationalisation.....	97
Tableau 3.7 : Conditions et risques relatifs à l'intégration par rationalisation ...	98
Tableau 3.8 : Caractéristiques de l'intégration par symbiose.....	99
Tableau 3.9 : Conditions et risques relatifs à l'intégration par symbiose.....	100
Tableau 3.10 : Exemples de conflits selon la culture.....	108
Tableau 3.11: Risques de la phase d'intégration et pistes pour les gérer.....	115
Tableau 3.12: Grille étapes /risques.....	118
Tableau 4.1: Stratégies globales de diversification.....	122
Tableau 4.2: Revue de la littérature sur l'effet de la diversification sur la performance.....	126

Tableau 4.3: Études sur les différences culturelles.....	137
Tableau 4.4: Études sur l'impact des primes d'acquisition sur la performance.....	143
Tableau 4.5: Impact de la taille sur la performance.....	146
Tableau 4.6: Impact de l'expérience en acquisition sur la performance.....	148
Tableau 4.7: Les différentes études menées sur l'efficacité des opérations de F&A.....	148
Tableau 4.8: Synthèse des variables.....	149
Tableau 5.1: Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A Nationales.....	154
Tableau 5.2 : Table des corrélations.....	157
Tableau 5.3: Analyse multivariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A nationales.....	158
Tableau 5.4: Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A transnationales.....	159
Tableau 5.5: Analyse multivariée , le cas des entreprises ayant fait des F&A transnationales.....	163
Tableau 5.6: Comparaison E1 et E2 (analyse univariée).....	166
Tableau 5.7: Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A dans des secteurs d'activité différents des leurs (diversification non reliée).....	167
Tableau 5.8: Analyse multivariée, e cas des entreprises ayant fait des F&A dans des secteurs d'activité différents des leurs (diversification non reliée).....	169
Tableau 5.9: Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A dans les mêmes secteurs.....	170
Tableau 5.10: Tableau comparatif E3 et E4 (analyse univariée).....	171
Tableau 5.11: Analyses univariées pour l'Échantillon complet.....	172
Tableau 5.12: Analyse multivariée pour l'échantillon complet.....	173

Tableau 5.13: Synthèse des résultats..... 174

Liste des graphiques

Graphique 1.1: Performances des opérations motivées par des objectifs stratégiques.....	25
Graphique 3.1: Réalisation des actions annoncées à la fusion- exemple.....	79
Graphique 3.2: 70% des fusions ne réalise pas les synergies anticipées.....	105
Graphique 3.3: Les principaux motifs d'échec des processus d'intégration (en % des personnes interrogées).....	107
Graphique 3.4: Taux de rotation des cadres exécutifs après la fusion.....	113

Liste des figures

Figure 1.1: La fusion de deux entreprises.....	7
Figure 1.2: La fusion de deux entreprises dans le cas de la fusion- absorption	8
Figure 3.1: Le plan d'acquisition.....	66
Figure 3.2: La phase stratégique.....	72
Figure 3.3: La phase stratégique et les risques relatifs.....	81
Figure 3.4: La fusion: les risques d'échec étape par étape.....	91
Figure 3.5: L'intégration réalisée.....	93
Figure 3.6: Politique d'intégration et le style de management.....	94
Figure 3.7: Évaluation des risques liés à la fusion.....	102
Figure 3.8: Comportement au cours d'une fusion.....	109
Figure 5.1: Impact de l'expérience sur les F&A.....	156

RÉSUMÉ

À travers cette étude, on cherche à déterminer si les opérations de Fusions & Acquisitions sont bénéfiques pour l'entreprise acquéreuse et dans quelles conditions.

La première partie de cette étude met l'accent sur les volets stratégique, juridique, comptable et financier des Fusions & acquisitions. Ce mémoire intègre également les facteurs de risque et de réussite, en les groupant selon les principales étapes de ces opérations. Pour ce faire, on subdivise le processus des F&A en 3 étapes majeures soit : la phase stratégique, la phase de négociation et la phase d'intégration.

La seconde partie de ce travail est consacrée à une étude empirique se basant sur des modèles de régressions univariées et multivariées. Cela vise à opérationnaliser les possibles facteurs de réussite des opérations de F&A ainsi que les risques potentiels qui pourraient affecter négativement la performance.

Afin d'avoir des analyses plus pertinentes, on distingue entre les F&A nationales et celles transnationales, ou encore entre les F&A pour fins de diversification reliée et celles pour fins de diversification non reliée.

Cette étude mène à la conclusion que plusieurs facteurs influencent la performance post- opération notamment l'expérience en matière de F&A, les distances culturelles, la valeur de la transaction, la taille relative et l'industrie. Cependant, l'impact de ces facteurs est différent selon les quatre sous échantillons étudiés. En prenant l'échantillon au complet, on note plus la valeur de la transaction est élevée plus on doit s'attendre à ce que la nouvelle entité sous performe.

Mot clés : fusions, acquisitions, facteurs de risques, facteurs de réussite, performance post-opération

**FUSIONS ET ACQUISITIONS : LES FACTEURS QUI
INFLUENCENT
LA PERFORMANCE POST-OPÉRATION**

Introduction et objectifs de recherche

La frénésie des fusions acquisitions règne sur le marché mondial. Elles sont devenues un véritable phénomène du monde des affaires. Des vagues de F&A émergent sans arrêt dans différents secteurs et différents pays. Depuis le début de l'année 2005, le marché des fusions-acquisitions outre-Atlantique a atteint 150 milliards de dollars¹. Il ne se passe pas un jour sans que la presse relate une nouvelle F&A (Gillette à Procter & Gamble, SBC et ATT, Kmart et Sears).

Pour mener à bien une F&A, il faut respecter une logique stratégique sur la création de valeur et sur la manière de la créer. Il faut également tenir compte des problèmes provenant des différences culturelles car le succès ne se réalise pas uniquement à travers les synergies, mais, il faut travailler de concert pour mener à bien le processus d'intégration.

À travers cette étude, on cherche à déterminer si les opérations de Fusions & Acquisitions sont bénéfiques pour l'entreprise acquéreuse et dans quelles conditions. Autrement dit, sont-elles génératrices de valeur ajoutée ? On se demande donc, si les opérations de Fusions & Acquisitions permettent à la nouvelle entité d'augmenter sa performance opérationnelle (soit le ROE) durant les trois années consécutives à la transaction. On a choisi le ROE car il donne une bonne mesure de la performance opérationnelle de la nouvelle entité après une opération de Fusion & Acquisition. D'ailleurs, il a été largement utilisé dans la littérature (Hoskisson et al., (1993), King et Driessnack (2003)).

Premièrement, nous allons calculer la moyenne des ROE aux années t , $t+1$ et $t+2$ où t est l'année effective de la transaction. On va ensuite, ajuster cette

¹ <http://www.netpme.fr/economie/593-fusions-acquisitions-retour-en-force.html>

moyenne au ROE de l'industrie (ROE_i) afin de dégager uniquement l'impact de la F&A sur la performance. On obtient ainsi le ROE moyen (ROE moy). Puis, on compare ce résultat à la performance ajustée avant l'opération soit le ($ROE(t-1) - ROE_i(t-1)$). Cela nous permettra de savoir si l'entreprise acquéreuse a performé ou sous-performé après la F&A.

Pour atteindre cet objectif, on va essayer de répondre à ces questions à travers cinq chapitres.

Le premier chapitre comporte 4 sections. D'abord, on définit les fusions et leurs différents types (absorption, scission et par création de nouvelle entité) ainsi que les acquisitions dans leurs multiples formes (horizontale, verticale, conglomérale et concentrique). Puis, à travers une approche stratégique, on présentera les objectifs des F&A. On parlera de réduction de coûts de production, de partage de risque, de synergies, de pénétration de nouveaux marchés, de création de barrières à l'entrée etc. Ensuite, on adoptera une approche juridique pour définir les formes légales des F&A, en se focalisant sur les acquisitions par achat d'actions et par échange d'actions. Enfin, on mettra l'accent sur l'approche financière selon laquelle on expliquera les formes de financement ainsi que les techniques de valorisation.

Le chapitre 2 portera sur les données et la méthodologie adoptée durant ce travail. On commencera par décrire les méthodes utilisées dans l'étude empirique. Ensuite, on définira notre échantillon et ses caractéristiques. Enfin, on présentera les différentes sources de données.

Afin d'atteindre notre objectif est d'opérationnaliser les possibles facteurs de réussite des opérations de F&A ainsi que les risques potentiels qui pourraient affecter négativement la performance, on va centrer notre recherche tout au long du chapitre 3, sur ces facteurs de risque et de réussite, en les groupant selon les principales étapes de ces opérations. Pour ce faire, on va structurer ce chapitre de telle manière que chaque étape de la transaction soit suivie par les risques et les

facteurs de réussite qui y sont liés, notamment les pistes pour maîtriser ces risques potentiels.

Ainsi, on subdivisera le processus des F&A en 3 étapes majeures soit :

- La phase stratégique : cette étape comportera le diagnostic, le plan d'acquisition et fini par une présentation des risques qui en découlent.
- La phase de négociation : il s'agit ici de définir le processus de négociation et de s'arrêter sur les risques qui peuvent entraver une opération de F&A lors de cette phase.
- La phase d'intégration : on parle de types d'intégration et de styles de management ainsi que des risques reliés.

On va se baser sur les risques identifiés et les pistes de gestion de ces derniers pour établir le quatrième chapitre. On va essayer dans un premier temps donc, de dresser une liste des variables qui affectent la performance post-opération. Pour ce faire, on va examiner la littérature, les travaux et les études qui sont conduits dans ce sens. Dans un deuxième temps, on va faire notre choix des variables et choisir les variables sur lesquelles on va se baser pour établir l'étude empirique.

Le cinquième chapitre présentera les résultats de recherche ainsi que l'analyse qui s'y rapporte. On présentera pour chaque sous-échantillon d'abord, l'analyse univariée puis, l'analyse multivariée.

Même si on va étudier l'impact de chacune des variables indépendantes et de plusieurs groupes de variables sur la performance de la nouvelle entité mesurée après l'opération de F&A et ce, pour l'échantillon au complet, nous considérons nécessaire de faire des analyses plus poussées visant à distinguer entre les F&A nationales et celles transnationales, ou encore entre les F&A pour fins de diversification reliée et celles pour fins de diversification non reliée. Pour ce faire,

on va former pour chacune des situations des sous échantillons en se basant sur la localisation géographique et la diversification :

- E 1 : entreprises ayant acquis ou fusionné avec des entreprises du même pays, et ce, peu importe la raison de l'opération;

- E 2 : entreprises ayant acquis ou fusionné avec des entreprises appartenant à d'autres pays, et ce, peu importe la raison de l'opération;

- E 3 : entreprises ayant initié l'opération pour des fins de diversification non reliée, et ce, peu importe l'origine de la cible et de l'acquéreuse;

- E 4 : entreprises ayant initié l'opération pour des fins de diversification reliée (même secteur d'activité de la cible et de l'acquéreuse), et ce, peu importe l'origine de la cible et de l'acquéreuse.

Cette façon d'organiser les données nous permettra d'avoir des résultats plus précis. Par exemple, on pourrait savoir s'il y a une différence entre la corrélation de la valeur de la transaction avec la performance selon que la Fusion & Acquisition a eu lieu dans le même secteur ou dans deux secteurs différents, dans le même pays ou dans deux pays différents.

Le dernier chapitre comportera les principaux faits de ce travail à travers nos conclusions ainsi que les contributions personnelles.

CHAPITRE I

Les formes de fusions et acquisitions

Introduction

Une entreprise dispose de plusieurs voies de croissance. Selon ses objectifs, ses moyens et ses ressources, elle opte pour la voie qui maximise ses chances de réussite en prenant en considération les contraintes de l'environnement. Pour assurer sa croissance donc, une entreprise peut recourir à la croissance interne ou la croissance externe:

- La croissance interne consiste en la création de nouvelles capacités de production. Elle permet d'exploiter un domaine connu et une expérience déjà acquise. Elle maintient l'identité de l'entreprise et préserve son indépendance. Cependant, la croissance interne a plusieurs inconvénients tels que la difficulté d'atteindre la taille critique et la longueur des délais d'apprentissage. Cette voie de développement est appropriée pour les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises qui ont fait le choix de la spécialisation.

- La croissance externe consiste dans la prise de contrôle de moyens de production déjà organisés et détenus par des acteurs extérieurs à l'entreprise (Meier et Schier, 2003). Elle offre un accès rapide à de nouveaux domaines d'activités en permettant à l'entreprise de se développer à l'international. C'est la voie choisie par les grandes entreprises globales ou mondiales qui visent l'exploitation de synergies et l'augmentation de leurs pouvoirs de marché.

Dans ce travail, nous parlerons de la seconde stratégie. Il s'agira donc, de la modification de la forme juridique ou de la simple prise de participation d'une entreprise dans le capital d'une autre, c'est le cas des Fusions & Acquisitions.

Ces deux termes portent à confusion, c'est pourquoi il faudrait les définir pour pouvoir les distinguer.

1.1 Les types de fusions

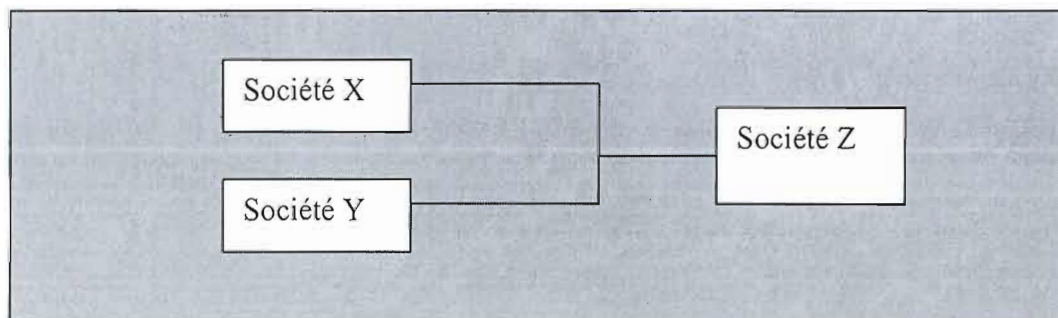
La fusion consiste au fait que deux ou plusieurs sociétés se dissolvent pour former une nouvelle société qui reprend la totalité de leurs patrimoines (Rouet, 2000).

Les entreprises mettent en commun leurs patrimoines respectifs et se transforment en une seule personnalité morale. Les actionnaires des sociétés dissoutes reçoivent les titres de la société nouvelle et le bilan de l'entreprise acquéreuse sera une combinaison des actifs et des passifs des deux entreprises.

« Dans le cas de la fusion, deux ou plusieurs entreprises veulent réunir leur patrimoine, mettre en commun leurs activités et former une nouvelle société, sur une base égalitaire ou proportionnelle » (Rousseau, 1990).

La fusion est une transaction amicale entre deux ou plusieurs entreprises. Elle est négociée directement avec les responsables ou les gestionnaires des entreprises cibles. Elle est approuvée par le conseil d'administration avant d'être votée par les actionnaires de ces entreprises. De ce fait, la transaction entraîne la dissolution sans liquidation des sociétés qui disparaissent avec échange des actions des sociétés qui disparaissent contre des actions des sociétés bénéficiaires.

Figure 1.1 : La fusion de deux entreprises

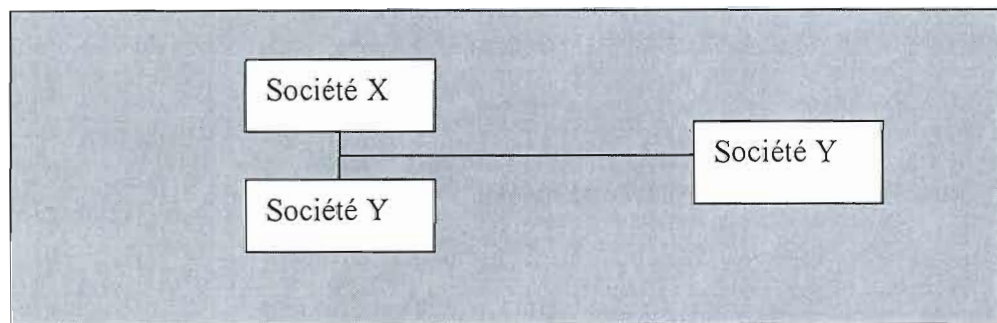


On distingue deux types de fusions: la fusion- absorption et la fusion par la création d'une nouvelle société.

1.1.1 La fusion- absorption

Une société absorbante Y reçoit les actifs d'une société absorbée X qui disparaît. Les actionnaires des sociétés absorbées reçoivent des actions de la société absorbante

Figure 1.2 : La fusion de deux entreprises dans le cas de la fusion- absorption



Dans le cas où une des entreprises disparaît et est absorbée par l'autre, on parle de dissolution. Le patrimoine de l'entreprise absorbée est transféré à l'entreprise absorbante (Meier et Schier, 2003). La fusion- absorption implique la réalisation simultanée de plusieurs opérations :

- L'augmentation du capital de l'absorbant;
- L'échange de titres entre les actions de la société absorbée et absorbante;
- La transmission universelle du patrimoine de l'absorbée vers l'absorbante;
- La dissolution de l'absorbée.

Les différentes parties prenantes qui peuvent être affectées par la fusion-absorption sont:

- Les actionnaires
- Les dirigeants
- Les salariés

En effet, la modification de la répartition du pouvoir touche les actionnaires. Les dirigeants sont aussi affectés par le changement du pouvoir managérial puisque plusieurs postes clés peuvent disparaître suite à l'opération. Les salariés sont également affectés par le changement des conditions de travail et de la culture organisationnelle.

Remarque

Le choix du sens de la fusion (qui va absorber qui?) doit prendre en considération :

- Les changements comptables;
- Les modifications du plan fiscal;
- L'image de marque des sociétés
- Les actifs intangibles

1.1.2 La création d'une société nouvelle

Une nouvelle entité est créée suite à la disparition des deux sociétés initiales (sociétés X et Y). Dans le cadre de la fusion, les actifs et les passifs de X et Y sont transférés à la société nouvellement créée.

Les actions des deux entreprises fusionnées sont échangées contre celles de la nouvelle société. Les anciens actionnaires des entreprises X et Y seront des actionnaires de la nouvelle société. Ainsi, une nouvelle société est créée après la disparition des deux entreprises initiales.

1.2 Les types d'acquisition

« Dans le cas de l'acquisition, une entreprise veut s'assurer le droit d'exercer un contrôle sur une autre entreprise, qu'il s'agisse d'une entreprise individuelle, d'une société de personnes, ou d'une société par actions (compagnie) en acquérant la totalité ou une partie du capital de cette dernière » (Rousseau, 1990). C'est donc une opération de contrôle d'une société cible par l'achat ou l'échange d'actions. L'acquisition comprend trois phases :

- Le repérage;
- L'évaluation de l'entreprise cible et la négociation;
- L'acquisition proprement dite.

La littérature scientifique fait mention de trois formes d'acquisitions, selon l'objectif de l'opération : l'acquisition pour fins de croissance verticale, l'acquisition pour fins de croissance horizontale et les acquisitions conglomerales. La « *Federal Trade Commission* » aux États-Unis propose une quatrième forme d'acquisitions- fusions : les Fusions & Acquisitions concentriques.

1.2.1 L'acquisition pour fins de croissance verticale

La croissance verticale consiste à acquérir des entreprises situées à des stades différents de la production afin d'augmenter son pouvoir de marché en contrôlant l'accès aux matières premières (en amont) et/ou aux circuits de distribution (en aval).

▪ En amont : selon cette forme d'acquisition, l'entreprise acquéreuse a comme cibles divers fournisseurs. C'est le cas de GDF qui a intégré progressivement la chaîne gazière en rachetant des sociétés d'exploitation et de production de gaz comme TCIN.

▪ En aval : selon cette forme d'acquisition, l'entreprise acquéreuse intègre des distributeurs et des canaux de distribution. C'est l'option prise par le groupe Walt Disney qui a racheté la chaîne de télévision ABC afin d'augmenter la diffusion des émissions Disney sur ABC.

Cette intégration verticale tend à dissuader les entrants potentiels et permet à l'entreprise d'exclure des concurrents ou affirmer son avantage sur le marché. De plus, l'intégration en amont permet à l'entreprise acquéreuse de contrôler certaines sources de matières premières qui ont une importance stratégique pour elle, alors que l'intégration en aval lui permet de garder le contact avec la clientèle.

Boubakri et al. (2005), stipulent que ce type d'acquisition concerne les entreprises qui œuvrent à des niveaux différents d'une même chaîne de production. Leur but est de contrôler les facteurs de production et de distribution afin de réduire le risque lié à l'activité.

Les entreprises qui recourent aux acquisitions de ce type cherchent à minimiser ou éliminer la marge accordée aux fournisseurs pour les produits ou les services sous-traités.

« On procède à ce type de regroupement dans le but de diminuer les coûts relatifs à la recherche de meilleurs prix des produits sous-traités, à leur transport, à la collecte des paiements et à la diminution des coûts de coordination de la production » (Boubakri et al., 2005).

Cette forme d'intégration est typique de la filière pétrolière ou les raffineurs qui contrôlent leur propre réseau de distribution d'essence.

1.2.2 L'acquisition pour fins de croissance horizontale

C'est la forme la plus répandue d'acquisitions- fusions et qui « représente plus de la moitié des prises de contrôle réalisées sur les marchés américains et européens » (Meier et Schier, 2003).

Généralement, l'entreprise à acquérir est un concurrent qui offre les mêmes produits ou services donc un concurrent direct qui se situe souvent sur le même marché géographique de l'entreprise acquéreuse. L'objectif est d'augmenter ou contrôler la part de marché, réaliser des économies d'échelle, ou déployer une stratégie de niche (spécialisation ou autre). Par exemple, les fusions Peugeot-Citroën ou encore Daimler- Chrysler.

Selon une étude effectuée par l'OCDE en 1999, 71% des F&A internationales étaient horizontales, 27% étaient conglomerales et seulement 2% étaient verticales.

Tableau 1.1 : Fusions- acquisitions par type de concentration

Année	Part dans la valeur des transactions (%)			Part dans le nombre des transactions (%)		
	Horizontale	Verticale	Conglomerale	Horizontale	Verticale	Conglomerale
1990	54,8	5,0	40,2	55,8	3,4	40,9
1991	54,1	5,6	40,3	54,5	4,0	41,5
1992	54,6	5,4	40	60,9	4,4	34,7
1993	54,5	5,7	39,9	53,3	5,2	41,5
1994	54,1	5,6	40,4	61,0	7,3	31,8
1995	53,0	5,6	41,4	65,6	2,7	31,8
1996	54,0	5,7	40,3	56,9	5,5	37,6
1997	54,1	5,2	40,7	58,1	4,9	37,0
1998	56,5	6,2	37,3	68,8	5,9	25,3
1999	56,2	6,2	37,6	71,2	1,8	27,0

Source : Thomson Financial et CNUCED (OCDE 2001)

Cependant, ce type d'acquisitions est soumis à de multiples exigences réglementaires. Les gouvernements et les organismes de contrôle exigent le respect de certaines normes pour éviter les monopoles et les pratiques non compétitives dont peuvent être victimes les petites entreprises et les consommateurs.

Allaire et Firsirotu (2004) proposent quatre visions selon lesquelles on peut définir un marché :

- Une définition focalisée et concrète du marché selon un horizon temporel à court terme (1-3 ans).
- Une définition focalisée et concrète du marché selon un horizon temporel à long terme (4-10 ans).
- Une définition élargie ou hypothétique du marché selon un horizon temporel à court terme.
- Une définition élargie ou hypothétique du marché selon un horizon temporel à long terme.

Selon les auteurs, les agences de surveillance de la concurrence privilégient la première définition. Cette dernière présente le marché comme étant l'ensemble des produits qui sont de très proches substituts. C'est la définition usuelle la plus populaire. Selon cette définition, on devrait mesurer, par exemple, la part de marché de Yves Rocher pour les parfums, ainsi que pour chaque grande catégorie des cosmétiques, ou encore la part de marché de Coca Cola par rapport aux ventes totales des boissons cola, et non pas par rapport aux ventes totales des boissons gazeuses.

«En effet, la part de marché détenue par chaque firme est alors souvent élevée, et toute fusion entre entreprises de ce quadrant sera assujettie à un examen

serré pour déterminer si la transaction est contraire à l'intérêt public » (Allaire et Firsirotu, 2004).

Les entreprises par contre, privilégient la troisième définition (élargie ou hypothétique selon un horizon temporel à court terme). Cette vision consiste à voir le marché comme l'ensemble des produits et services connexes. Selon cette vision, Yves Rocher devrait mesurer sa part de marché par rapport aux ventes totales des produits de beauté, ce qui rendrait sa part de marché beaucoup moins intéressante. Les entreprises voulant procéder à une Fusion & Acquisition tenteront alors de convaincre les organismes de contrôle que leurs marché se défini ainsi. De cette manière là, l'opération de F&A n'aura pas d'effet menaçant sur les autres acteurs sur le marché.

Concrètement, les organismes réglementaires se basent sur le niveau de concentration de l'industrie. Cet aspect est mesuré par l'indicateur Herfindal – Hirschman (HHI).

HHI = la somme des carrés des parts de marché de tous les compétiteurs.

Exemple :

$$30\%; 30\%; 20\%; 20\% : HHI = 30^2 + 30^2 + 20^2 + 20^2 = 2600$$

$0 < HHI < 10000$ l'augmentation du niveau de concentration après une fusion

$$HHI \text{ initial} = a^2 + b^2$$

$$HHI \text{ résultant} : (a + b)^2 = a^2 + b^2 + 2ab$$

Selon Dumitriu (2005), l'augmentation occasionnée par la F&A est de $2ab$.

Tableau 1.2: La part de marché et le niveau de concentration de l'industrie

HHI : L'effet de la fusion sur le niveau de concentration du marché	La réglementation des fusions
> 1000 Marché non concentré. Aucun effet	
1000 < HHI < 1800 Le niveau de concentration du marché est moyen	La croissance du HHI < 100 points : aucun effet
	La croissance du HHI > 100 points : il existe un risque potentiel de forte concentration : les organismes de réglementation vont faire des analyses supplémentaires plus poussées
>1800 Le niveau de concentration du marché est élevé	La croissance du HHI < 50 points : aucun effet
	La croissance du HHI > 50 points : il existe un risque potentiel de forte concentration : les organismes de réglementation vont faire des analyses supplémentaires plus poussées.
	La croissance du HHI > 100 points; Risque de position dominante : la fusion sera probablement interdite

Source : Camélia Dumitriu, 2005

1.2.3 La croissance conglomerale

On parle de croissance conglomerale ou encore de diversification non –reliée ou de convergence lorsque les acquisitions concernent des entreprises ayant des centres de gravité différents. Autrement dit, l'activité de l'entreprise acquéreuse n'a aucun lien avec la ou les entreprises acquises dans le cadre du conglomérat.

Selon Allaire et Firsirotu (2004), cette stratégie se base sur l'hypothèse hasardeuse selon laquelle, en rassemblant des entreprises aux métiers très différents,

on pourrait créer une entreprise offrant des services convergents dans le futur ou bénéficiant des synergies entre ces différents métiers. C'est la stratégie qui a été adoptée par Quebecor et Vivendi Universal.

Les acquisitions permettent à l'entreprise avant-gardiste de gagner du temps par rapport à ces compétiteurs, et ce, en terme de gain de parts de marché, d'expérience et de renommée.

1.2.4 Les fusions acquisitions concentriques

Cette quatrième forme d'acquisitions- fusions est proposée par la « *Federal Trade Commission* » aux États-unis.

Le principe sur lequel se basent ces opérations est la complémentarité des métiers en termes de produits, de compétences, de clients (achat d'Orangina par le groupe Pernod –Ricard, achat de Gillette par Procter & Gamble). Les F&A concernent des activités reliées et connexes.

L'objectif de l'entreprise acquéreuse est d'étendre son offre et sa base de clientèle. Elle cherchera à faire partager ses compétences et ses actifs afin de réaliser des économies de taille. Cependant, l'entreprise doit gérer ses F&A de façon à faire bénéficier des économies d'échelle et d'envergure sans encourir des coûts de complexité qui annuleront les effets bénéfiques découlant de la taille.

1.3 Les objectifs d'une opération de F&A : une approche stratégique

Les fusions acquisitions représentent un moyen qui permet aux entreprises d'améliorer continuellement leurs performances dans le contexte concurrentiel où elles évoluent. On a vu que entre 1991 et 1999, la valeur des F&A (tout secteurs confondus), s'est multipliée par presque 9, passant de 80714 millions \$ à 720112 millions \$.

Tableau 1.3: F&A transfrontalières par secteur de l'acheteur, 1990-1999 (en millions \$)

Secteur	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Matières premières	1556	2978	4155	5032	7951	5684	7150	5455	9544
fabrication	44985	35287	36837	72549	93784	88821	133202	257220	309032
Services	33986	40965	42030	49519	84824	132415	164457	268487	401522
Total	80714	79280	83067	127110	186593	227024	304847	531650	720112

Source World Investment Report, (1999)

Cependant, il faut noter que selon le cas, les objectifs et les motivations diffèrent et sont rarement univoques. Ils se chevauchent et sont donc difficiles à hiérarchiser.

Cependant, on va proposer une typologie des objectifs motivant les entreprises à entreprendre une F&A. On distingue les objectifs stratégiques, les objectifs financiers, les objectifs opérationnels.

1.3.1 La réduction des coûts de production

En procédant à une opération de fusions –acquisitions, l'entreprise peut augmenter son volume de production. Ainsi, ses coûts fixes seront partagés sur un

plus grand nombre d'unités, lui permettant de réaliser des rendements dimensionnels croissants lorsque la production augmente dans une proportion plus importante que les facteurs de production (Meier et Schier, 2003). En atteignant la taille minimale efficace (TME), les entreprises accroissent leurs efficacités et diminuent considérablement leurs coûts de production unitaires, par des économies d'échelle.

De plus, les synergies entre les différentes entités donneront lieu à des économies d'envergure.

Cet objectif est surtout recherché par les secteurs où les gains de productivité sont encore possibles ou encore dans l'industrie pharmaceutique où les investissements en recherche et développement sont faramineux et où on estime que les entreprises doivent réaliser 2 milliards \$ pour pouvoir financer leur R& D. C'était l'objectif que visaient Hoescht et Rhône Poulenc à travers leur fusion.

1.3.2 Le partage des risques et des coûts irrécupérables

Si l'entreprise investit de grandes sommes pour un projet donné, elle tendra à partager le risque d'échec. En effet, elle va engager des coûts fixes élevés qui peuvent être parfois irrécupérables (dépenses en études de marché, en marketing, en recherche et développement...). Ces coûts seront amortis s'ils sont destinés à plusieurs activités ou plusieurs marchés.

1.3.3 La recherche de synergies

La complémentarité entre les différentes entités dans une opération de fusions acquisitions donne lieu à des synergies. En d'autres termes, la valeur ajoutée procurée par l'ensemble des entités opérant ensemble est supérieure à celles qu'elles produiraient de façon indépendante l'une de l'autre.

Notons que les synergies concernent principalement les fusions acquisitions horizontales ou conglomérales.

1.3.3.1 Les synergies opérationnelles

Selon Whittington (2000), il existe deux types de synergies pour un groupe diversifié :

Les synergies opérationnelles axées sur le partage des ressources d'exploitation (outils de productions, circuits de distribution, etc.) et les synergies stratégiques qui se caractérisent par une analogie des types de décisions que doivent prendre les dirigeants.

1.3.3.2 Synergies de coûts liées au partage de ressources

Elles proviennent de la rationalisation visant le partage des ressources non spécifiques (Meier et Schier, 2003). Autrement dit, si on a des ressources similaires dans les deux entités, il faut les regrouper pour éliminer l'inefficacité et l'inexploitation de certaines ressources. Ces dernières peuvent coûter chers à l'entreprise.

Il faut aussi optimiser les ressources humaines existantes et bien répartir les effectifs sur les différentes divisions en faisant le choix de ce qu'il y a de mieux pour l'entreprise globale. Le meilleur exemple qui illustre cet objectif est celui de P&G et Gillette. La compagnie estime une réduction de coûts de l'ordre 11 milliards \$ grâce à l'élimination de 6000 emplois superflus.

Les compagnies arrivent également à créer des synergies à travers le partage des ressources technologiques. C'est le cas de Rhône Poulenc et Hoechst qui estimaient des synergies d'un montant de 1 milliard d'euro par an entre 2000 et 2002 à travers la réduction des cycles de développement des produits.

1.3.3.3 Synergies de croissance

Elles proviennent des liens de complémentarités issus des actifs spécifiques disponibles chez l'une des sociétés pouvant être utilisées par l'autre firme. Les deux entités bénéficieront des utilisations croisées des actifs tangibles et intangibles.

Dans les F&A de l'industrie pharmaceutique, les entités peuvent bénéficier du savoir faire, de la R&D ou encore des réseaux de distribution les unes des autres.

Un autre exemple c'est le cas de Michelin qui a acheté Uniroyal aux États-Unis pour bénéficier du réseau de distribution de cette dernière et pouvoir ainsi écouler ses produits sans un investissement supplémentaire.

1.3.3 4 Les synergies financières

Les entreprises peuvent viser des synergies de nature financière. On entend par ça, la réduction du risque de faillite ou l'exploitation de la capacité d'endettement non utilisée chez l'entreprise cible. Citons l'exemple de Enron, qui à travers l'acquisition des filiales, a su tirer profit de capacités d'endettement supplémentaires.

Une amélioration des conditions de financement est également envisageable car l'entreprise acquéreuse disposera d'un risque relatif aux dettes plus faible. Autrement dit, elle disposera de plus de garanties et d'actifs pour contracter les emprunts dont elle a besoin pour son développement.

Un autre objectif de nature financière est celui de la recherche de fonds autogénérés. L'acquisition permet donc d'améliorer l'encaisse et le fond de roulement.

1.3.4 La réduction des coûts de transaction

Certaines entreprises optent pour des fusions acquisitions verticales pour réduire les coûts de transaction. Ces dernières comprennent :

- Les coûts d'information;
- Les coûts de mise sur le marché;
- Les coûts de litiges;
- Les coûts de rédaction des contrats...

Certaines grandes entreprises supportent des coûts de transaction très élevés. Il leur est donc plus intéressant d'acquérir leurs fournisseurs en amont ou leurs distributeurs/clients en aval.

Les entreprises procèdent à l'intégration verticale quand :

- Les actifs impliqués sont spécifiques;
- Il y a imperfection du marché (marché très concentré en amont ou en aval, entraînant le risque du pouvoir du fournisseur/du distributeur);
- L'environnement est incertain;
- Il y a un risque de comportements opportunistes des compétiteurs.

Les maisons d'édition Gallimard et le Seuil ont choisi de contrôler la distribution de leurs livres afin d'éviter de subir le comportement opportunistes de leurs concurrents Vivendi ou Hachette. La perte d'économie de dimension liée à l'intégration de cette fonction de distribution était compensée par l'économie de coûts de transaction.

1.3.5 Le recentrage sur les compétences de base

Les compétences de base sont les habilités spécifiques à une entreprise et qui lui acquièrent un avantage concurrentiel. À côté de ses compétences de base, l'entreprise dispose de compétences complémentaires. En procédant à une F&A, les firmes peuvent mettre en place une stratégie de recentrage ou de diversification. Autrement dit, certaines activités se verront intégrées et d'autres exclues « ce qui engendre des déformations des frontières de l'entreprise » (Coutinet et Sagot-Duvaurox, 2003).

Dans ce cas, l'entreprise vise à externaliser les activités secondaires qu'elle juge non stratégiques pour se concentrer sur les activités principales.

En décembre 2000, le groupe allemand BASF, a annoncé une stratégie de recentrage. Elle s'est séparée de ses filiales pharmaceutiques Abott Laboratories et Knoll pour se concentrer sur son activité principale, la chimie classique. Un autre exemple est la vente de la division des PC d'IBM à Lenovo.

1.3.6 Pénétration des marchés étrangers

Plusieurs motifs peuvent motiver les entreprises à déployer leurs opérations sur des marchés étrangers comme, par exemple :

- L'augmentation du volume de production;
- La diminution des coûts de production;
- Disponibilité de l'information;
- Existence d'opportunités intéressantes;
- Possibilité de contourner les barrières aux échanges.

Si le secteur de l'entreprise est en maturité, l'entreprise peut viser un marché étranger pour consolider sa position et prolonger la durée de vie de ses produits. Elle peut également éviter les problèmes de surcapacité sur le marché d'origine.

La recherche faite par les économistes Cecchini et al., (1986), suggère qu'une production inefficace peut subvenir quand le marché est restreint et limité. À travers les fusions acquisitions, les entreprises espèrent aboutir à une amélioration de leur efficacité.

L'opportunité de retrouver des facteurs de production à moindre coûts est l'un des facteurs les plus motivants dans les opérations de F&A. Le différentiel de coûts entre deux pays pour un même facteur de production peut être un motif très important. C'est le cas de Moulinex qui a délocalisé sa production en Asie en acquérant des producteurs locaux.

1.3.6.1 Réduire l'incertitude sur les marchés étrangers

Au niveau international, les F&A ont participé à la croissance et ont entraîné une progression de 16 % des investissements directs à l'étranger entre 1998 et 1999 (CNUCED, 1999)

De toute évidence, si l'entreprise fusionne ou acquiert une autre hors de son marché, elle peut délocaliser ses activités tout en minimisant ses risques. Cela est bénéfique dans la mesure où, l'acteur sur place jouit d'une expérience sur le marché en question. Il le connaît et dispose d'une infrastructure adéquate. Ça coûte donc moins cher à l'entreprise acquéreuse que d'aller s'installer et ouvrir une filiale sur ce nouveau marché.

En 1998, Bertelsmann a acquis l'éditeur américain Random House qui a permis au géant allemand de pénétrer efficacement le marché du livre américain.

1.3.6.2 Contournement des barrières tarifaires et non tarifaires

Certains marchés sont couverts par des mesures protectionnistes qui rendent leur accès difficile. Autrement dit, l'exportation, par l'entremise des droits de douane ou encore des normes spécifiques aux produits étrangers, entrave les échanges. Certaines entreprises en quête de marchés étrangers et pour contourner ces obstacles, fusionnent ou achètent des entreprises locales.

1.3.7 La diversification

Il faut mentionner qu'il y a deux types de diversification.

Dans le cadre d'une diversification reliée, l'acquéreuse vise à élargir la gamme de produits et services offerts, sans pour autant se diversifier dans d'autres secteurs non reliés (c'est le cas, par exemple, de P&G avec les rasoirs de Gillette). Cette action va lui procurer des synergies résultant des économies d'envergure.

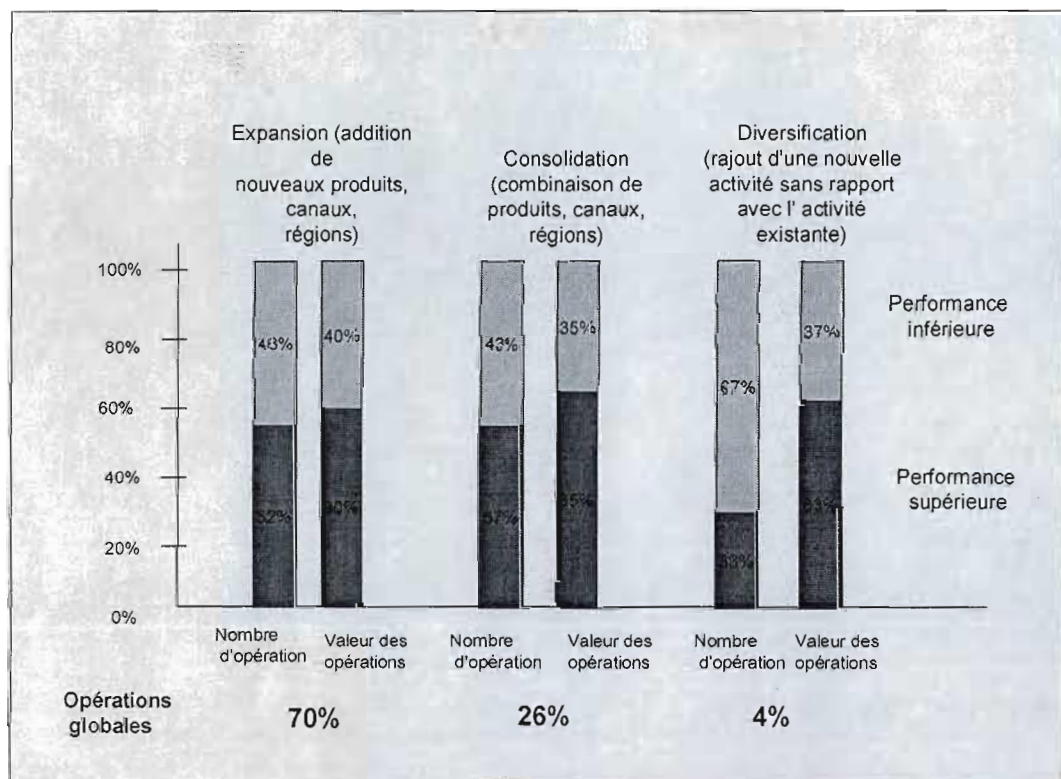
Le deuxième type de diversification est la diversification non reliée, dont l'objectif consiste à permettre à l'acquéreuse de se diversifier dans d'autres secteurs ou industries en forte croissance. C'est le principe des conglomérats. Cet objectif caractérise les entreprises en quête de profits dans des activités distinctes des leurs, soit de part le potentiel de rendement qu'elles peuvent générer, soit parce que leur marché d'origine est saturé et ne présente plus d'opportunités intéressantes. Le but est la diversification dans des secteurs non reliés pour réduire les risques.

« ...les entreprises cherchent avec plus ou moins de bonheur à devenir des rassemblements cohérents d'activités distinctes pour offrir croissance, rendement et stabilité à l'investisseur » (Allaire et Firsirotu, 2004).

Selon Boubakri et al., (2005), la diversification permet de diminuer les risques et d'augmenter la richesse des actionnaires, puisqu'elle permet de diminuer les coûts espérés associés à la faillite.

Les entreprises ayant fait des acquisitions et des fusions visant la diversification doivent toutefois démontrer qu'elles sont capables de créer plus de valeur que si elles continuaient à opérer dans leur activité principale. Autrement dit, les acquisitions fusions n'auront aucune valeur si elles ne réalisent pas une prime. C'est-à-dire, elles doivent convaincre le marché financier que la performance économique sera supérieure à celle qu'elles auraient réalisée initialement.

Graphique 1.1: Performances des opérations motivées par des objectifs stratégiques



Source: Observatoire Mercer des fusions- acquisitions, 2003

1.3.8 Éliminer les concurrents

Naturellement, les F&A tendent à réduire le nombre de concurrents notamment dans les cas des F&A horizontales. Cela arrive car ces opérations augmentent la concentration du marché et le pouvoir de la nouvelle entité.

Dans le cas d'une F&A verticale, le pouvoir du marché peut être aussi renforcé. Cependant, il faut noter que dans un marché concurrentiel, la fusion peut ne pas être efficace et ne contribue pas à modifier les prix ou la répartition de la production « l'existence au départ d'une situation d'oligopole est une condition indispensable au succès de cette stratégie » (Coutinet et, Sagot- Duvaux, 2003).

1.3.9 La création des barrières à l'entrée

Selon Bain, (1956), les F&A peuvent donner lieu à quatre avantages absolus après l'entrée:

- Brevets et secrets de fabrication
- Le contrôle exclusif d'un bien intermédiaire
- La rareté d'un facteur de production
- Un accès privilégié au capital financier

Selon Porter (1986), les obstacles à l'entrée peuvent être fortement renforcés par le rapprochement de l'entreprise et l'un des acteurs de l'environnement (concurrent, fournisseur, distributeur).

1.3.10 S'adapter à l'environnement technologique

Pour pouvoir rester compétitives, les entreprises doivent continuellement mettre à jour leurs technologies. Les F&A permettent aux entreprises n'ayant pas suffisamment de ressources et opérant dans un environnement très tributaire de la

technologie et des innovations (comme dans l'industrie pharmaceutique) de se regrouper afin de maintenir leurs avancées technologiques.

1.3.11 Acquérir une taille critique

La mondialisation amène les entreprises à grandir pour entrer dans le jeu concurrentiel international. « Les caractéristiques de cette concurrence mondiale poussent ainsi de nombreuses entreprises à progressivement prendre la voie de la mondialisation forcée à l'image du rapprochement du constructeur Renault avec Nissan » (Meier et Schier, 2003)

Sous la pression des actionnaires, des concurrents et des impératifs du marché financier, les entreprises cherchent à acquérir une taille critique, c'est à dire à avoir la position de leader sur leur activité principale.

Dans le cas de la fusion de Carrefour et Promodés, l'objectif principal était l'augmentation de la taille critique.

Accroître la taille de l'entreprise n'est pas toujours bénéfique pour l'entreprise. Il faut bien étudier les avantages et les inconvénients qu'elle entraîne avant de s'aventurer dans la quête de la taille critique.

1.3.12 Se protéger contre une prise de contrôle

Les F&A peuvent permettre aux entreprises de se protéger lorsqu'elles se sentent cibles d'une opération de F&A. Une entreprise peut se rapprocher d'une autre firme afin d'éviter le rachat ou la fusion.

Les coûts d'agence incitent dans certains cas l'entreprise à recourir aux fusions acquisitions afin de se protéger. C'est le cas où, les gestionnaires ont des comportements opportunistes et poursuivent leurs intérêts plutôt que ceux des

actionnaires. Ces transactions peuvent constituer des tactiques défensives pour les gestionnaires se sentant vulnérables.

Certains croient également qu'en ayant recours aux fusions et acquisitions, l'entreprise peut se protéger. L'argument que ces entreprises défendent est : *too big to fail*. Pour ces dernières, la taille et l'étendue de l'entreprise présentent une force et un avantage concurrentiel sur lequel elles peuvent se baser pour générer leurs profits. Or, ce n'est pas toujours le cas puisque plus la taille augmente, plus la complexité s'accroît et il devient plus difficile de gérer l'entreprise dans son ensemble. Allaire et Firsirotu (2004) proposent un arbitrage entre les coûts de transactions engendrés par l'opération de fusion ou d'acquisition et les coûts de complexité qu'elle peut engendrer.

1.3.13 La valorisation du cours de l'action

Le bénéfice par action (BPA) est l'un des ratios les plus importants sur lequel les marchés financiers et les investisseurs se basent pour évaluer la performance d'une entreprise.

La valorisation du cours de l'action « ...consiste dans l'augmentation du bénéfice par action (BPA) qui provoque, à son tour, l'augmentation du cours de l'action de l'entreprise acheteuse » (Rousseau, 1990).

Cet objectif est recherché par les entreprises ayant de fortes habiletés dans ce domaine et visant des objectifs purement financiers. Cela « peut être à l'origine de la constitution de conglomérats » (Ural, 1971).

Lorsque l'acquisition se fait par échange d'actions, son BPA peut augmenter et cela sera bien perçu par les marchés financiers. Toutefois, il faut faire attention car cette amélioration peut être illusoire. Dans certains cas, après ce constat, les actionnaires croiront que l'entreprise est plus performante « ce qui n'est pas

nécessairement le cas puisque la fusion ne crée aucune valeur ajoutée à moins qu'il n'y ait synergie ». (Boubakri et al., 2005).

Dans le secteur bancaire par exemple, les fusions acquisitions constituent un instrument privilégié pour créer de la valeur et accroître le bénéfice net par action.

1.3.14 S'adapter aux changements

Il faut tout de même remarquer que les entreprises sont parfois obligées à s'acheminer vers les acquisitions et les fusions. En effet, l'environnement joue un rôle majeur dans le mouvement actuel de ces transactions à travers le monde. Il s'agit des forces qui interagissent avec les entreprises sans que ses dernières puissent les contrôler. On distingue :

La globalisation :

- Les vagues de déréglementation;
- L'essor des marchés financiers;
- La croissance du commerce mondial et des échanges.

Le cycle financier :

- Les conditions boursières favorisent le financement des fusions et acquisitions

- La croissance économique de la fin des années 90

Les progrès technologiques :

- Internet et le e-commerce
- L'impact des nouvelles technologies de l'information (NTIC)

Ainsi, l'entreprise doit s'adapter à ses changements pour maintenir et accroître sa compétitivité sur le marché.

1.3.15 Conclusion

Ainsi, selon A. D. Chandler (1992), pour comprendre les changements de frontières de la firme, il faut avoir conscience des capacités spécifiques de la firme et des caractéristiques de l'industrie et du marché dans lesquels elle opère au moment où les changements sont faits.

1.4 Fusions et acquisitions: Approche juridique

1.4.1 Les acquisitions par achat d'actions

La propriété des titres de contrôle de la cible passera des actionnaires de cette dernière aux actionnaires de l'entreprise cible.

Le mécanisme d'acquisition par achat d'actions est tributaire de la fixation des prix. Il faut proposer un prix supérieur à celui du marché pour convaincre les actionnaires de la société (à acheter) de vendre leurs actions. C'est cet écart qu'on nomme prime d'acquisition, qui les incitera à se départir de leur contrôle. Néanmoins, ce dernier doit être réaliste.

1.4.1.1 Les offres publiques d'achat

C'est la forme légale d'acquisition des sociétés cotées en bourse « La forme normale d'acquisition du contrôle d'une société cotée » (Vernimmen et al., 2000)

La particularité de l'OPA, comme son nom l'indique, est que l'offre d'achat d'actions se fait publiquement plutôt que privément.

Le scénario classique d'une OPA commence par la volonté d'une entreprise désireuse d'acquérir une autre. Elle présente publiquement une offre pour les actionnaires pour un certain nombre d'actions valables pour une période donnée.

Deux cas se présentent. Si les actionnaires de la cible acceptent l'offre, elle est dite amicale. Si au contraire, les gestionnaires n'approuvent pas la transaction, elle sera dite hostile.

L'entreprise annonce publiquement aux actionnaires de la cible sa volonté d'acquérir leurs actions à un prix déterminé et supérieur au cours boursier dans le but de prendre le contrôle de cette cible ou en détenir une simple participation.

Les OPA sont régies par le conseil des marchés financiers relatifs aux offres publiques. Cet organisme assure la transparence et la conformité de l'opération, garantit les droits des actionnaires minoritaires et clarifie les droits et les obligations des différentes parties prenantes (les stakeholders).

Rousseau, L (1990) énumère les raisons les plus courantes qui incitent les compagnies à recourir aux OPA :

- Les actionnaires minoritaires sont nombreux et dispersés;
- Un groupe ou des groupes d'actionnaires refusent de céder un bloc d'actions, à la suite d'une offre privée;
- Les gestionnaires, dirigeants et cadres de l'entreprise visée par l'offre « résistent » à l'acquisition de « leur » entreprise.

Les OPA touchent différentes parties :

-Les actionnaires :

« Au moment d'une OPA, on accorde beaucoup d'importance aux actionnaires. Ce sont eux qui sont choyés. C'est à eux que le président de leur société envoie des lettres enflammées et s'adresse au travers des médias » (Refait, 1991).

-Les dirigeants :

Ils sont délégués par les actionnaires et sont généralement eux aussi actionnaires de la société. Leur poids est différent. Ils ne sont pas toujours d'accord sur les politiques à adopter ou les investissements à faire. Dans le cas des fusions et

acquisitions, leurs avis peuvent diverger et c'est à l'entreprise acquéreuse d'essayer de les persuader. Tout comme pour l'entreprise vendeuse, au sein de l'entreprise acheteuse, les dirigeants peuvent ne pas être d'accord sur la décision d'acquisition ou de fusion.

-Les salariés

Ce ne sont pas eux qui sont directement visés par l'acquéreuse. Les dirigeants doivent bien communiquer et bien expliquer les objectifs de la transaction. Ils doivent essayer de convaincre les salariés des avantages dont leur société peut bénéficier s'ils coopèrent.

1.4.1.2 Les types d'OPA

-OPA industrielles et OPA financières

Selon Refait (1991), les OPA industrielles se font sur des entreprises dont la complémentarité est recherchée. Quant aux secondes, elles se feraient sur des conglomérats à dépecer.

-OPA amicale

Une offre publique d'achat est dite amicale lorsque les parties au contrat sont d'accord sur la transaction. Le rapprochement est au profit des deux parties. Cela se reproduit généralement en présence de complémentarités entre les deux entreprises notamment, en termes de produits, de services, de marchés, d'investissement et de compétences.

-OPA hostile ou contestée

Les OPA sont dites hostiles quand la transaction est proposée aux actionnaires contre la volonté de la direction. À l'inverse des OPA amicales, les OPA hostiles ou

contestées représentent les cas où les parties au contrat ont des produits directement concurrents et que l'un d'eux doit céder sa place à l'autre. Cette situation peut être aussi due à une divergence entre des dirigeants ayant des cultures différentes. Les cibles de ces opérations jouissent généralement d'une situation financière solide.

1.4.2 Les acquisitions par échange d'actions

Tout comme le cas des acquisitions par achat d'actions, les acquisitions par échange de titres s'insèrent dans le cadre juridique des offres publiques d'échanges.

1.4.2.1 Les offres publiques d'échange OPE

Ce mode de financement favorise les petites entreprises ayant de faibles capitaux mais un taux de croissance très important (amazon.com). En se basant sur leurs valeurs marchandes, ces entreprises pourront conclure des transactions de grande envergure. Les acquisitions par échange d'actions représentent une opération de prise de participation majeure. Elle ne présuppose pas la disparition d'une société au gré de la deuxième. Les patrimoines restent distincts et clairement identifiables. L'entreprise acheteuse procède à une augmentation du capital par émission d'actions qu'elle échange contre des actions de l'entreprise cible. Cette dernière devient filiale de l'entreprise initiatrice et les actionnaires qui ont fait l'échange deviennent des siens. Selon Meier et Schier (2003), ce mode de financement a pour avantages de :

- Prendre le contrôle effectif d'une autre société sans sortie de liquidité;
- Bénéficier du régime spécial des fusions pour les droits d'enregistrement;
- Éviter les harmonisations fiscales, comptables et sociales.

Cependant, il présente aussi des inconvénients :

- La modification de la répartition du capital;
- La modification de la répartition du pouvoir de contrôle;

- L'effet de dilution par l'augmentation du capital.

Tableau 1.4 : Caractéristiques des F&A américaines selon les périodes

Période	1973-1979	1980- 1989	1990- 1998
Nombre d'opérations	789	1427	2040
Échange d'actions en totalité	37%	32,9%	57,8%
Échange d'actions partiel	45,1%	45,6%	70,9%
Fusions hostiles	8,4%	14,3%	4%
Fusions entre entreprises du même secteur	29,9%	40,1%	47,8%

Source : Andrade et AL. (2001)

1.5 La comptabilisation des fusions acquisitions

Les opérations de fusions acquisitions se comptabilisent de deux manières :

1.5.1 L'achat pur et simple

« Selon cette méthode, la part de l'actif et du passif de la compagnie acquise est comptabilisée dans les états financiers de la compagnie acheteuse, au coût d'acquisition pour cette dernière² .»

La comptabilisation selon cette méthode suit le principe comptable selon lequel, les actifs acquis doivent être inscrits dans les livres de l'entreprise acquéreuse à leur prix coûtant.

S'il existe un écart entre le prix des actifs nets et la juste valeur marchande de ces derniers, l'entreprise doit le comptabiliser dans les actifs comme étant un achalandage de consolidation. Ce dernier, sera amorti sur une période de 40 ans.

Cependant, à partir du 1er janvier, de nouvelles dispositions sont applicables le traitement de l'écart d'acquisition a changé. Il existe deux options :

- Soit ne pas l'amortir, et effectuer un test de dépréciation avant la fin de l'exercice d'acquisition, puis un test annuel systématique;
- Soit amortir l'écart d'acquisition sur une période de 20 ans maximum et n'effectuer un test de dépréciation qu'en cas d'indice de perte de valeur.

² Source : Manuel de l'Institut Canadien des Comptables Agréés.

1.5.2 La fusion des d'intérêts communs

Le Manuel de l'Institut Canadien des Comptables Agréés stipule que selon la méthode de la fusion des intérêts communs, on regroupe les éléments d'actif et du passif et on les porte dans les états financiers de la compagnie acquéreuse à la valeur inscrite dans les livres des compagnies constituantes.

Cette méthode est plus simple que la première mais, elle ne s'applique que dans le cas de transaction faite par échange d'actions. Elle consiste à additionner les postes d'actifs et de passifs des deux entreprises sans constater un achalandage de consolidation.

1.6 Fusions acquisitions : approche financière

Dans son recours à une fusion acquisition, l'entreprise doit tout d'abord analyser ses besoins et ses ressources de financement.

1.6.1 Les types de financement

La politique financière de l'entreprise acquéreuse sera définie par son choix de financement de l'opération de fusions- acquisitions. Lors d'une opération d'acquisition par achat d'actions, la société acheteuse peut payer en numéraire ou à terme.

On distingue trois types de financement :

1.6.1.1 Le financement par liquidité

Le paiement en numéraire est le moyen le plus simple. Il est assuré généralement par les *cash flow* des firmes si elles ont accumulé des réserves de trésorerie ou par endettement si elles possèdent des capacités de d'endettement suffisantes. Ce choix dépend des conditions du marché. Si par exemple, les taux d'intérêts sont bas et que la période boursière est en hausse, le recours à l'endettement serait plus intéressant et favorable à l'entreprise acheteuse pour conclure sa transaction. Cela était le cas durant la vague des fusions acquisitions à la fin des années 90 (Coutinet et Sagot-Duvauroux, 2003).

a- Le leverage buy out : LBO

C'est une technique financière utilisée lorsque la société recourt à l'endettement pour régler la transaction. C'est donc, l'utilisation du levier d'endettement qui est mise en exergue. « Pour réaliser un LBO, un investisseur crée

un holding qui contracte des dettes et acquiert ainsi la société. Les dividendes versées par la société rachetée doivent lui permettre de rembourser les dettes» (Coutinet et Sagot-Duvauroux, 2003).

Cependant, il faut faire attention à un point très important. Pour que cette opération soit efficace, il faut que la firme dégage des profits élevés pouvant recouvrir sa dette. Autrement dit, le taux de profitabilité de l'entreprise doit être plus élevé que le taux d'intérêt de la dette. Les LBO représentent un moyen assez facile pour trouver un financement. Cependant, ils augmentent le risque puisqu'ils sont sensibles aux taux de croissance de la firme, donnée incertaine!

b- Les junk bonds

Ce sont des titres procurant des rendements très élevés et nettement supérieurs aux obligations courantes. Cela est expliqué naturellement par le degré de risque que les investisseurs assument en les achetant.

1.6.1.2 Le financement par émission d'actions

C'est le financement par émission de titres. Il s'agit d'une alternative à l'endettement ou au décaissement en numéraire. Il s'agit d'une offre d'actions à l'entreprise vendeuse à travers une augmentation du capital sujette d'acceptation par l'assemblée générale extraordinaire. « Cette technique est particulièrement avantageuse lorsque les actions de l'acheteur sont surcotées » (Coutinet et Sagot-Duvauroux, 2003).

Le risque de cette méthode est que le capital sera dilué et un lien persistera entre l'acheteur et le vendeur.

1.6.1.3 Le financement mixte

Il s'agit de payer une partie en numéraire et une partie en actions. Ce type de financement inclut les différentes combinaisons de produits dérivés disponibles pour l'entreprise afin de conclure la transaction.

Selon Salami et Sudarsanam, (1993), plusieurs enjeux entrent en considération pour choisir le type de financement :

- Le prix de l'action de l'acquéreur au moment de l'opération : plus le prix est élevé, plus le mode privilégié sera le financement par actions;
- La disponibilité de trésorerie de l'acquéreur;
- La taille relative de la cible : plus la cible est grande, plus le financement par trésorerie est difficile;
- La part de capital détenue par l'équipe dirigeante de l'acquéreur : plus elle est grande, plus leur pouvoir sera mis en jeu en cas de financement par actions à cause de la dilution.

Tableau 1.5 : Répartition des opérations de croissance externe des sociétés cotées aux États-Unis en fonction du mode de paiement

Paiements	1973-1979	1980-1989	1990-1998
Liquidités	38%	45%	27%
Actions	37%	33%	58%
Mixtes	25%	22%	15%

Source: Andrade, Mitchell et Stafford (2001)

1.7 Les techniques de valorisation

Valoriser une entreprise, c'est avant tout évaluer ses forces, ses faiblesses, ses spécificités et ses potentialités par rapport à ses concurrents.

La valorisation de l'entreprise cible est une opération complexe de part les variables que l'on doit considérer. La valorisation d'une entreprise comprend :

- Les considérations financières (bilans et comptes de résultat);
- Les comptes prévisionnels;
- La potentialité du marché;
- Le profil de l'équipe;
- La phase de développement de l'entreprise;
- Les entraves au développement et les barrières à l'entrée du marché.

Les techniques de valorisation diffèrent dans la mesure où deux entreprises qui ont des profils semblables ne bénéficieront jamais de la même évaluation. Cependant, il existe un certain nombre de méthodes et modèles que l'on retrouve généralement dans toute évaluation d'entreprise. Ainsi, les difficultés de la valorisation d'entreprises résident non pas dans l'application de la méthode mais dans le choix de celle-ci dans la mesure où chaque méthode est adaptée à un certain profil d'entreprises.

La valorisation d'une entreprise consiste à calculer sa valeur financière en tenant compte des données comptables passées et du potentiel de développement de la société.

La valorisation doit permettre d'évaluer financièrement la somme que devrait verser une personne physique ou morale pour acquérir 100% du capital de la société.

Les professionnels utilisent principalement deux approches pour évaluer une entreprise selon le secteur d'activité et la taille de l'entreprise.

1.7.1 L'approche Actuarielle

Cette approche valorise l'entreprise à partir de sa capacité à générer à moyen terme des flux de revenus (cash-flows, dividendes,...). La valorisation d'une société selon une approche actuarielle est basée sur une estimation des futurs flux de revenus générés par une société, compte tenu du risque de l'actif économique. Autrement dit, les flux de trésorerie futurs vont être actualisés à un taux, appelé taux d'actualisation, qui reflète le risque de l'entreprise. Cette approche se base sur le principe selon lequel l'acquéreuse n'achète pas les flux passés de l'entreprise, mais au contraire les flux futurs.

Concrètement, les flux retenus pour la valorisation peuvent varier selon les acteurs. Certains, utiliseront les bénéfices futurs de l'entreprise, et d'autres, se baseront sur les « cash-flows » futurs ou encore les dividendes versés. Le choix sera en faveur des flux qui reflètent le plus la richesse de l'entreprise. Par exemple, on retiendra plus souvent les dividendes pour une société industrielle en phase de maturité et les « cash-flows » pour une société innovante en phase de croissance. Ces derniers reflètent les possibilités de réinvestissement de la société dans son activité permettant de créer une plus grande valeur à long terme.

L'approche actuarielle est présentée selon trois méthodes : le modèle Gordon Shapiro (1956), le modèle de Bates et la méthode d'actualisation des « free cash-flows ».

1.7.1.1 Le modèle Gordon Shapiro (1956)

Il se base sur le modèle d'actualisation des dividendes. Le prix d'une action correspond à la somme des flux futurs de dividendes générés par l'entreprise, actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires.

Gordon et Shapiro reprennent ce modèle mais introduisent un certain nombre d'hypothèses qui permettent de valoriser une action et donc une entreprise

$$V = \frac{D}{r - g}$$

V = valorisation

D = dividende de l'année retenue

r = taux de rentabilité exigé par les actionnaires

g = taux de croissance des bénéfices (ex- anté)

Cette formule est très connue, mais elle est peu utilisée par les professionnels en raison des hypothèses trop simplificatrices introduites. Le modèle de Gordon-Shapiro est en réalité peu utilisé, ou il est tout au moins complété par d'autres modèles d'évaluation.

1.7.1.2 Le modèle de Bates

Il prolonge dans un sens, le modèle Gordon- Shapiro, mais présente un aspect plus réaliste dans la mesure où il annihile certaines hypothèses réductrices de ce modèle. Il permet de valoriser une société en tenant compte des bénéfices futurs et du « pay-out ratio » et pas simplement du dividende comme dans le modèle de Gordon- Shapiro. Il permet par ailleurs de diviser la période totale d'observation en sous- périodes ce qui annihile ainsi le problème de constance des données inhérent

au modèle de Gordon- Shapiro. La méthode de Bates bénéficie ainsi d'un aspect plus réaliste.

La société appartient à un secteur ou un échantillon de référence dont les données (ratio cours/bénéfice, *Pay-out*, taux de croissance des bénéfices sur n années et rentabilité exigée par les actionnaires) sont connues. Elles permettent de définir le ratio cours/bénéfice du secteur à l'année n. Au delà de l'année n, l'horizon est trop lointain et le modèle de Bates affirme que le PER du secteur se confond alors avec le PER de la société (PER_n secteur = PER_n société). Une fois les prévisions effectuées par les analystes sur le secteur pour les périodes 1 à n, il est possible de déterminer la valorisation actuelle de la société.

Le modèle propose une formule simplifiée :

$$\frac{\text{PER}_n + ((\text{pay-out année en cours} / 0,1) * B)}{A}$$

A et B sont des paramètres de calcul en fonction du taux de croissance des bénéfices sur la période considérée, du taux de rentabilité exigé par les actionnaires et de la durée n de la période. (Donnés disponibles à travers la table de Bates)

Dès lors, à partir des prévisions effectuées par les analystes sur le secteur pour les périodes 1 à n, il est possible de déterminer la valorisation actuelle de la société.

On obtient alors la valorisation :

$$V = \text{PER société} * \text{Bénéfice année en cours}$$

Sa facilité d'utilisation et ses hypothèses proches de la réalité font de ce modèle une méthode de valorisation couramment utilisée par les professionnels.

1.7.1.3 La méthode d'actualisation des « free cash-flows »

Selon cette méthode, l'entreprise est considérée comme une entité dont la valeur dépend de sa capacité bénéficiaire qui est mesurée par ses « free cash-flows » ou flux de trésorerie disponibles. Les cash-flows représentent de façon plus réaliste le potentiel de création de valeur de l'entreprise car ces flux peuvent être réinjectés dans la société.

Trois éléments sont importants quant à la pertinence de cette méthode :

- Le cash-flow initial;
- Le coût du capital;
- Et les cash-flows à long terme de l'entreprise.

En actualisant les cash-flows à un taux au moins égal au coût du capital, on évalue le bénéfice supplémentaire généré par l'entreprise et donc son accroissement de valeur.

Le cash-flow utilisé est le « free cash-flow » c'est-à-dire l'excédent net de trésorerie après financement des investissements d'exploitation et de distribution (dividendes). Autrement dit, c'est l'excédent dégagé par l'entreprise qui serait mis à la disposition des créanciers et actionnaires³.

La formule mathématique de valorisation par les free cash-flows est la suivante :

³ <http://www.annufinance.com/fusions-acquisitions/>

$$V = \sum FCF a * (1 + t)^{-a} + FCF n * (1 + t)^{-n}$$

FCF a = Free cash flow de l'année a

t = taux d'actualisation (coût moyen pondéré du capital)

FCF n = Free cash flow de l'année n (dernière année de la période considérée)

L'avantage de cette méthode est sa simplicité puisque les FCF se calculent aisément à partir des données prévisionnelles de l'entreprise. Cependant, compte tenu de l'importance de l'évaluation du cash-flow de l'année n (qui compte comme on le voit pour moitié dans la valorisation finale), on ne peut utiliser cette formule à partir de prévisions à trop long terme (l'évaluation du FCF n ne serait pas pertinente et fausserait la valorisation).

1.7.2 L'approche comparative

Les méthodes, notamment celles basées sur l'actualisation des dividendes, reflètent mal la création de valeur de l'entreprise. L'approche comparative valorise une société à partir de données sur des sociétés présentant un profil comparable (opérations comparables, indices de référence, données financières de concurrents, etc.).

Pour valoriser une entreprise, l'approche comparative se base en effet sur les éléments suivants :

- Des transactions comparables;
 - Des sociétés présentant un profil similaire en termes de taille, marché, risques;
- Des indices de références comme le CAC 40 ou le *DOW JONES*, que l'on utilisera si l'on considère que l'entreprise est représentative de cet indice;
- Un secteur d'activité si l'on considère que l'entreprise présente des caractéristiques représentatives d'un secteur.

1.7.2.1 L'approche par les sociétés comparables ou le « *peer group* »

»

Il s'agit de comparer un certain nombre d'entreprises ayant les mêmes caractéristiques (le « *peer group*») pour faire ressortir un certain nombre de ratios et multiples de valorisation qui permettront d'établir une juste évaluation de la société. A partir des données du « *peer group*», les professionnels vont établir la moyenne de certains ratios (PER, PSR,...) qui permettront d'évaluer l'entreprise.

1.7.2.2 Le Price Earning Ratio (PER)

Il correspond au rapport cours bénéfice d'une société. On peut l'exprimer de deux façons. Soit il est égal au rapport entre le cours d'une action et le bénéfice net par action, soit il est égal à la valorisation (capitalisation boursière pour une société cotée) sur le bénéfice net global.

Plus un PER est bas (relativement au PER du secteur), plus l'entreprise est bon marché. Ce ratio indique le nombre d'années de bénéfice qui permettront de récupérer l'investissement initial.

1.7.2.3 Le ratio capitalisation sur dividendes

Ce ratio prend en compte le dividende versé et non pas le bénéfice. Il s'adapte donc plus particulièrement à ce que l'on appelle les « valeurs de rendement », en mesurant, contrairement au PER, le véritable délai de récupération, le véritable revenu que touchera l'actionnaire.

1.7.2.4 Le Price to Book Ratio (PBR)

Il correspond au rapport capitalisation sur Actif Net Comptable (ANC) ou cours sur ANC par action. Il existe deux possibilités de calculer l'ANC :

$$\text{Actif Net} = \text{Actif comptable} - \text{Actif Fictif} - \text{Dettes}$$

$$\text{Actif Net} = \text{Capitaux propres} - \text{Actif Fictif.}$$

Si ce ratio est inférieur à 1 : la société est sous évaluée puisque cela revient à dire que la société vaut moins que sa valeur comptable.

1.7.2.5 Le Price to Sales Ratio (PSR)

Ce ratio correspond au rapport capitalisation sur chiffre d'affaires. Il permet de mesurer combien de fois le chiffre d'affaires est intégré dans la valorisation finale de la société il peut-être modifié et amélioré par les chefs d'entreprises suite à des choix comptables. C'est ce que l'on appelle, la « comptabilité créative ». C'est pourquoi, on peut penser que dans les années à venir, ce ratio sera encore plus souvent utilisé par les professionnels des Fusions-Acquisitions.

Chapitre II

Méthodologie de recherche

Ce chapitre comportera une description de la démarche qui a été adoptée tout le long de ce mémoire. On présentera la méthodologie utilisée dans la recherche empirique pour examiner la performance des entreprises acquéreuses après une opération de fusion- acquisition. Tout d'abord, on commencera par une présentation des méthodes utilisées (les corrélations et les régressions linéaires univariées et multivariées). Puis, on définira notre échantillon (Combien d'entreprises, comment ont-elles été choisies). Enfin, on présentera les sources des données (Base de données utilisées).

2.1 Méthodologie de recherche

2.1.1 Démarche méthodologique

Plusieurs auteurs ont essayé de démontrer les facteurs qui influencent la performance de l'entreprise après une opération de F&A. Markides, C. et Ittner, (1994) C. Morck, R., Shleifer, A., et Vishny, R.W (1990). Rumelt, (1982). À travers cette étude, on essayera d'ajouter une contribution à ce domaine de recherche. Par une combinaison de variables qualitatives et quantitatives, on cherche à déterminer si les opérations de F&A sont bénéfiques pour l'entreprise acquéreuse. Autrement dit, sont – elles génératrices de valeur ajoutée ? On se demande donc, si les opérations de Fusions & Acquisitions permettent à la nouvelle entité d'augmenter sa performance opérationnelle durant les trois années consécutives à la transaction.

Revue de la littérature

On a revu les études réalisées par une centaine de chercheurs afin d'identifier :

- a- Quels sont les facteurs considérés par des auteurs susceptibles d'influencer la performance post-opération; ces facteurs seront considérés comme possible candidats pour la sélection des variables indépendantes.
- b- Les mesures de performance utilisées par ces auteurs; cela va nous permettre de choisir la mesure de performance post- opération de notre recherche.
- c- Les types de corrélation étudiés par ses auteurs. Cela nous permettra de choisir les types de corrélations à tester.

Tous les facteurs retenus comme variables indépendantes seront discuté dans le chapitre 3. Le choix des variables et les unités de mesure seront l'objectif du chapitre 4. Finalement, les corrélations entre ces facteurs et la performance et l'analyse des résultats seront étudiés dans le chapitre 5.

En ce qui suit, nous faisons une brève présentation de nos choix de variables, d'unité de mesure.

Il conviendrait de définir en premier temps le ROE (Return On Equity). Selon Allaire et Firsirotu (2004), c'est le rendement des capitaux propres. Il constitue les bénéfices nets après les frais financiers et les impôts, rapportés aux capitaux propres des actionnaires, soit le capital souscrit et payé plus les bénéfices réinvestis.

$$\text{ROE} = \text{ROA} + \text{FLE}$$

$$\text{FLE} = \text{D/E} \llbracket \text{ROA} - \text{Kd} (1-t) \rrbracket \quad : \text{ effet du levier financier}$$

D/E = ratio d'endettement : passif à long terme (D) divisé par les capitaux propres (E)

Kd = Coût de la dette, frais financiers sur endettement

t : taux effectif d'imposition de l'entreprise

On a choisi le ROE car il donne une bonne mesure de la performance opérationnelle de la nouvelle entité après une opération de F&A. D'ailleurs, il a été utilisé dans la littérature (Hoskisson et al., (1993), King et Driessnack (2003)).

Premièrement, nous allons calculer la moyenne des ROE aux années t, t+1 et t+2 où t est la date effective de la transaction. On va ensuite ajuster cette moyenne au ROE de l'industrie (ROE_i) afin de dégager uniquement l'impact de la F&A sur la performance. On obtient ainsi le ROE moy. Puis, on compare ce résultat à la performance ajustée avant l'opération soit le (ROE (t-1) – ROE i (t-1)). Cela nous permettra de savoir si l'entreprise acquéreuse a performé ou sous-performé après la F&A.

$$\text{ROE moy} = \frac{(\text{ROE}_t - \text{ROE}_i_t) + (\text{ROE}_{t+1} - \text{ROE}_i_{t+1}) + (\text{ROE}_{t+2} - \text{ROE}_i_{t+2})}{3}$$

3

- Si ROE moy < (ROE (t-1) – ROE i (t-1)) → l'entreprise sous performe.
- Si ROE moy > (ROE (t-1) – ROE i (t-1)) → l'entreprise performe mieux.
 - **N.B :** Lorsque l'entreprise acquéreuse opère dans plusieurs secteurs d'activité, on a choisi le ROE de l'industrie qui représente la plus grande partie de son chiffre d'affaire.

2.1.2 Modèle de régression

On s'est basé pour notre étude empirique sur le modèle de régression linéaire. Il s'agit d'une généralisation qui comprend des régressions linéaires simples et des régressions linéaires multiples. Ce sont des techniques de comparaison statistique. À travers ce modèle, on veut expliquer la variation d'une variable dépendante (ROE moy) par l'action de plusieurs variables explicatives (ln val +TAILLE + EXP + SIC+HOFS).

2.1.2.1 Régressions linéaires simples

On a effectué des tests de régressions linéaires simples (univariés) pour tester le changement de performance significatif au niveau des variables. Dans une analyse univariée, un critère est analysé sans tenir compte des autres. Dans notre

cas, le résultat peut être visualisé sous la forme d'un plan de régression dont les équations sont:

- $\hat{y} = a_1 val + b$
- $\hat{y} = a_2 exp + b$
- $\hat{y} = a_3 taille + b$
- $\hat{y} = a_4 SIC + b$
- $\hat{y} = a_5 HOFS + b$

Le paragraphe 4.1.3 est dédié à l'explication de ces variables.

2.1.2.2. Régressions linéaires multiples ou multivariées

Dans une analyse multivariée, l'analyse est faite en tenant compte de l'interaction des variables les unes sur les autres. L'analyse multivariée est donc plus juste.

On a donc, procédé à des régressions linéaires multiples afin d'affiner les résultats et mieux cerner l'impact de chaque variable sur la performance opérationnelle de l'entreprise acquéreuse. La régression multiple permet également de trouver la meilleure équation linéaire de prévision (modèle) et en évaluer la précision et la signification. À travers cette dernière, on peut estimer la contribution relative de deux ou plusieurs variables explicatives sur la variation d'une variable à expliquer (ROE moy) et déceler l'effet complémentaire ou, au contraire, antagoniste entre diverses variables explicatives.

Les équations de régressions prendront la forme suivante :

Tableau 2.1 : Équations de régression

Nombre de variables	Équations de régression
Deux variables explicatives	$\hat{y} = a_1 val + a_2 EXP + b$ $\hat{y} = a_1 val + a_2 TAILLE + b$ $\hat{y} = a_1 val + a_2 HOFS + b$ $\hat{y} = a_1 val + a_2 SIC + b$ $\hat{y} = a_1 val + a_2 PAY + b$ $\hat{y} = a_1 EXP + a_2 TAILLE + b$ $\hat{y} = a_1 EXP + a_2 HOFS + b$ $\hat{y} = a_1 EXP + a_2 SIC + b$ $\hat{y} = a_1 EXP + a_2 PAY + b$ $\hat{y} = a_1 TAILLE + a_2 HOFS + b$ $\hat{y} = a_1 TAILLE + a_2 SIC + b$ $\hat{y} = a_1 TAILLE + a_2 PAY + b$
Trois variables explicatives	$\hat{y} = a_1 VAL + a_2 EXP + a_3 TAILLE + b$ $\hat{y} = a_1 VAL + a_2 EXP + a_3 SIC + b$ $\hat{y} = a_1 VAL + a_2 EXP + a_3 HOFS + b$
Quatre variables explicatives	$\hat{y} = a_1 VAL + a_2 EXP + a_3 HOFS + a_4 SIC + b$ $\hat{y} = a_1 VAL + a_2 EXP + a_3 HOFS + a_4 TAILLE + b$
Cinq variables explicatives	$\hat{y} = a_1 VAL + a_2 EXP + a_3 HOFS + a_4 TAILLE + a_5 SIC + b$

2.1.3 Description des variables

Les variables utilisées pour mesurer et évaluer la performance opérationnelle des entreprises acquéreuses sont inspirées d'une multitude de travaux empiriques (Haspeslagh et Jemison, (1991), Kusewitt, (1985), Hoskisson et al (1993)...).

On a manipulé à la fois des données quantitatives (valeur de la transaction, taille relative de l'acquéreuse par rapport à la cible, l'expérience en acquisition, l'indice culturel de Hofstede) et des données qualitatives (*Primary SIC code* et correspondance entre pays d'origine de l'acquéreuse et de la cible). Notre étude empirique s'est basée sur six variables :

- La valeur de la transaction;
- La taille relative;
- L'expérience en acquisition;
- L'indice culturel de Hofstede;
- La correspondance entre pays d'origine de la cible et de l'acquéreuse;
- SCIAN (système de classification des industries de l'Amérique du nord).

Tableau 2.2 : Variables, unités de mesure et appellations

Variables	Mesures	appellations
La valeur de la transaction	Log Valeur	Lnval
La taille relative	Capitalisation boursière de l'acquéreuse/capitalisation boursière de la cible	TAILLE
L'expérience en acquisition	Nombre d'acquisitions passées	EXP
L'indice culturel de Hofstede	Hofstede distance = $\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^4 (S_{A,i} - S_{T,i})^2}{4}}$	HOFS
La correspondance entre le pays d'origine de la cible et celui de l'acquéreuse	Variable dichotomique	PAY
SCIAN (<i>Primary SIC Code</i>)	Variable dichotomique	SIC

2.1.3.1 La valeur de la transaction

Cette variable a été extraite de la base de données *bankscope*. On a dû la transformer à travers la fonction logarithme car en faisant les régressions, on a obtenu des coefficients de régression très petits. La fonction logarithme permet de nous donner des coefficients de régression (*Adjusted R Square*) plus significatifs statistiquement et donc plus facile à interpréter.

2.1.3.2 La taille relative

Exprimée en multiples de la taille de l'entreprise cible. Il s'agit du rapport des capitalisations boursières de l'entreprise acquéreuse et de la cible. On a choisi cette variable pour voir ce que représente la cible par rapport à l'entreprise acquéreuse en termes de taille. Ce choix est également motivé par le fait que l'on va étudier la performance de l'entreprise acquéreuse après la transaction et non pas celle de la cible.

$\text{TAILLE relative} = \text{CB Acq}/\text{CB Cible}$
--

2.1.3.3 L'expérience en acquisition

C'est le nombre de fusions & acquisitions auxquelles a procédé l'entreprise acquéreuse dans le passé (avant l'opération objet d'étude).

2.1.3.4 L'indice culturel de Hofstede

On a opté pour cette variable afin de mesurer l'impact des différences culturelles (entre l'entreprise acquéreuse et la cible) sur la performance opérationnelle de l'entreprise acquéreuse. L'indice culturel est exprimé en pourcentage. Plus ce dernier est élevé, plus on observe des différences entre la culture des deux pays auxquelles appartiennent l'acquéreuse et la cible.

Cet indice associe 5 variables soit :

- Distance de pouvoir
- Tendance à éviter l'incertitude
- Individualisme/collectivisme
- Masculinité/féminité
- Orientation à long terme

$$\text{Hofstede distance} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^5 (S_{A,i} - S_{T,i})^2}}{5}$$

Où $S_{A,i}$ = le score de l'acquéreuse pour la dimension i et $S_{T,i}$ = le score de la cible pour la dimension i .

2.1.3.5 La correspondance entre le pays d'origine de la cible et de l'acquéreuse

Il s'agit d'une variable dichotomique. Elle prend la valeur 1 lorsque l'entreprise acquéreuse et la cible appartiennent au même pays et 0 lorsqu'elles appartiennent à deux pays différents.

2.1.3.6 Primary SIC Code (SCIAN)

Cette variable donne une description de l'industrie où l'entreprise opère. Il existe plusieurs systèmes de codes établis pour différencier les industries. Par exemple, celui de NASDAQ, celui de *Standard & Poor's* (G I C SSM- Global Industry Classification Standard) et celui de *North American Industry Classification System* (NAICS). Au Canada, on utilise le Système de classification des industries de l'Amérique du Nord (SCIAN) compatible au système américain NAICS.

Cette classification attribue un code à six chiffres à chaque industrie. En se basant sur le système de classification NAICS (2002), on a introduit une variable dichotomique en lui attribuant la valeur 1 lorsque les premiers trois digits des deux

entreprises (acquéreuse et cible) correspondent et la valeur zéro pour les autres situations. De cette manière, on a choisi d'étudier la diversification au niveau d'un groupe industriel (selon la codification NAICS). Pour des fins de compatibilité avec l'ancienne norme de codification (SIC) qui a été remplacée par NAICS, on a nommé cette séquence de trois digits «Primary SIC codes» et la variable qui s'y rattache, «SIC».

2.2 Données

2.2.1 Description des sources de données

Notre problématique de recherche principale est :

Est- ce que les entreprises acquéreuses performant ou sous performant après une opération de fusion –acquisition?

Pour répondre à cette question, on a effectué deux extractions.

2.2.1.1 Première extraction

La première extraction a été faite à partir de la base de données mondiale *Bankscope (Bureau Van Dijk)*. Cette dernière couvre les données financières de dizaines de milliers de fusions & acquisitions nationales et internationales à travers le monde.

Intégrée à la plate forme *Zaphyr*, elle combine des données détaillées sur les transactions tant de l'entreprise acquéreuse que de l'entreprise cible. Chaque transaction est présentée selon la date de conclusion, le nom des entreprises acquéreuse et cible, la valeur du *deal*, les capitalisations boursières des deux entités, les codes SIC, le pays d'origine, le rendement sur l'équité (ROE : *Return On Equity*) et l'expérience en acquisition. L'information est fournie selon des degrés de standardisation pour faciliter la recherche de données.

Cette base fournie également des ratios financiers, des informations concernant le type de transaction, les méthodes de paiements, la durée de négociation, la structure de propriété des entreprises, des notes explicatives, etc.

2.2.1.2 Deuxième extraction

Pour compléter les données manquantes, on a procédé à une seconde extraction à partir de la base de données *Security Data Company (SDC Platinum)*. Il s'agit de

la principale base de données des transactions financières, *SDC Platinum* constitue la source la plus exhaustive et précise de données concernant le marché financier mondial. Elle fournit des informations détaillées sur les fusions & acquisitions et constitue la norme industrielle du point de vue informationnel puisqu'elle permet aux utilisateurs d'accéder en direct aux données relatives à chaque transaction financière.

Elle comprend deux sources d'informations : *Global New Issues* et *Mergers & Acquisitions*. *SDC Platinum* liste les annonces de fusions & acquisitions de la façon suivante : la date d'annonce, la date effective, la date de financement de l'entreprise cible, le nom de l'entreprise cible et de l'acquéreuse, leurs secteurs industriels, leurs *Primary SIC Code*, leurs pays d'origine, la valeur de la transaction et la valeur des deux entités ainsi que plusieurs données comptables.

2.2.2 Propriétés de l'échantillon

La première extraction, celle de *bankscope (zaphyr)*, a permis d'obtenir 15000 transactions. Le problème qui s'est posé est que la majorité des *deals* ne comprenait pas l'information concernant la capitalisation boursière, donnée nécessaire pour l'établissement d'une variable essentielle dans le modèle de régression notamment, la variable taille relative. On a donc éliminé les transactions qui ne comportaient pas cette information ce qui a réduit considérablement la taille de l'échantillon initial. À cet effet, le tableau ci-dessous présente un aperçu sur cette variable dans notre échantillon.

Tableau 2.3 : Aperçu sur la variable taille relative (en million \$)

	Moyenne	Max	Min
Valeur des deals	1201.896	20331.914	0.106
Capitalisation boursière de l'acquéreuse	45046.342	960097	1.430
Capitalisation boursière de la cible	18947.456	960097	2.281
Nombre de transactions	70		

Puis, on a éliminé les transactions qui mettent en jeu des banques car le ROE ne représente pas une mesure pertinente de leurs performances.

La taille de l'échantillon initial a été réduite d'avantage car on a également éliminé les transactions qui ont eu lieu après 2002 et ce parce qu'on a étudié la performance de l'entreprise acquéreuse sur les 3 années consécutives à l'opération.

À travers *SDC Platinum*, on a pu établir un échantillon intermédiaire de 115 transactions. Ensuite, on a éliminé 44 transactions ne contenant pas diverses informations nécessaires pour notre analyse.

Enfin, on a abouti à notre échantillon final qui comprend 70 transactions entre entreprises appartenant à 22 pays à travers le monde (France, Grande Bretagne, Allemagne, Thaïlande, Suède, Danemark, Pologne, Pays bas, Italie, République tchèque, Espagne, Grèce, , Norvège, Indonésie, Suisse, États-Unis, Canada, Autriche, Finlande, Brésil, Singapour et Belgique).

Tableau 2.4 : Distribution de l'échantillon selon les pays d'origine des entreprises

Pays de l'entreprise acquéreuse	Nombre de transactions
France	5
Suède	7
Singapour	3
Espagne	1
Grèce	3
Brésil	2
Allemagne	6
Suisse	2
Norvège	2
États – Unis	1
Finlande	2
Grande Bretagne	10
Belgique	5
Pologne	9
Danemark	4
Pays bas	3
Italie	3

Les données ont été recueillies sur un horizon temporel de trois années de janvier 2000 à décembre 2002 inclusivement. Le choix de la période 2000-2002 a été fait premièrement, afin que les résultats ne soient pas biaisés par l'effet du crash boursier de 1997 et deuxièmement pour pouvoir étudier la performance de l'entreprise acquéreuse durant les trois années consécutives à la transaction. Il aurait été plus pertinent et représentatif d'élargir l'horizon temporel jusqu'à 2006 car ses

années là ont également une influence sur la performance. Mais, notre choix a été imposé par la disponibilité des données.

Même si on a étudié l'impact de chacune des variables indépendantes et de plusieurs groupes de variables sur la performance de la nouvelle entité après l'opération de F&A et ce, pour l'échantillon au complet, on a considéré nécessaire de faire des analyses plus poussées visant à distinguer entre les F&A nationales et celles transnationales, ou encore entre les F&A pour fins de diversification reliée et celles pour fins de diversification non reliée. Pour ce faire, on a formé pour chacune des situations des sous échantillons en se basant sur la localisation géographique et la diversification :

- E 1 : entreprises ayant acquis ou fusionné avec des entreprises du même pays, et ce, peu importe la raison de l'opération (taille de l'échantillon = 50)
- E 2 : entreprises ayant acquis ou fusionné avec des entreprises appartenant à d'autres pays, et ce, peu importe la raison de l'opération (taille de l'échantillon = 20)
- E 3 : entreprises ayant initié l'opération pour des fins de diversification non reliée, et ce, peu importe l'origine de la cible et de l'acquéreuse (taille de l'échantillon = 29)
- E 4 : entreprises ayant initié l'opération pour des fins de diversification reliée (même secteur d'activité de la cible et de l'acquéreuse), et ce, peu importe l'origine de la cible et de l'acquéreuse (taille de l'échantillon = 41)

Cette façon d'organiser les données nous a permis d'avoir des résultats plus précis. Par exemple, on a voulu savoir s'il y a une différence entre la corrélation de la valeur de la transaction avec la performance selon que la fusion & acquisition a eu lieu dans le même secteur ou dans deux secteurs différents,

dans le même pays ou dans deux pays différents. En présentant les résultats dans le chapitre suivant, on remarquera qu'il y a bel et bien une différence et que le résultat ne sera pas le même.

Chapitre III

Les opérations de fusions-acquisitions : étapes, risques et facteurs de réussite

La décision de fusion ou d'acquisition (F&A) est complexe. Plusieurs éléments entrent en jeu et interagissent impliquant des conséquences à court et à long terme. C'est pourquoi elle nécessite une planification minutieuse qui prend en considération tous les détails pouvant influencer sa réalisation.

Le processus de F&A comprend trois étapes principales :

- Une phase stratégique;
- Une phase de négociation;
- Et une phase d'intégration.

Rousseau, L. (1990), définit la première phase comme étant l'étape préliminaire ou stratégique. On va adopter cette appellation tout au long de ce travail.

D'abord, l'entreprise doit établir un diagnostic complet de sa situation, soit, identifier ses forces, ses faiblesses d'une part et les opportunités et menaces auxquelles elle fait face d'autre part. En se basant sur ce diagnostic, l'entreprise peut établir son plan d'acquisition. Il comprendra la constitution de l'équipe de projet, la fixation de l'agenda stratégique, la répartition du pouvoir ainsi que l'évaluation et la sélection de la cible. À la fin de cette phase, on dressera une liste non exhaustive des sources de risques que l'entreprise doit prendre en considération pour éviter l'échec.

La deuxième étape soit la phase de négociation consisterait à définir les conditions économiques et les modalités de l'opération. Il s'agit d'une étape tactique durant laquelle l'entreprise tentera d'opérationnaliser le plan d'acquisition. Elle comporte également des risques que l'entreprise doit éviter pour que le processus de F&A ne

soit pas interrompu prématurément. On va analyser l'impact de ses erreurs, notamment, un prix très élevé, une pression démesurée ou encore un refus d'arrêter le processus.

La dernière phase est l'intégration. C'est l'étape cruciale qui nécessite le plus d'effort et de moyens. Il s'agit d'harmoniser les dimensions opérationnelles, organisationnelles et culturelles de la nouvelle entité dans la perspective de créer de la valeur.

On distinguera deux modalités d'intégration à savoir l'intégration planifiée et l'intégration émergente. On analysera également les styles de management selon la typologie proposée par Haspeslagh et Jemison (1991). On étudiera les trois types d'intégration : par préservation, par rationalisation et par symbiose. Enfin, on analysera les différents risques et leur intensité.

3.1 L'étape préliminaire : la phase stratégique

3.1.1 Le diagnostic

C'est l'étape préliminaire qui consiste à identifier les besoins de l'entreprise acquéreuse. Elle pourra ainsi définir ses objectifs en fonction de ses aspirations. Le diagnostic lui permet de répondre aux questions suivantes :

- Pour quelles raisons procédera-t-elle à une opération de F&A?
- A-t-elle les ressources nécessaires pour réaliser une telle transaction?
- Les conditions du marché le permettent-elles?

En répondant à ces interrogations, l'entreprise établit un double diagnostic :

- Un diagnostic interne faisant apparaître ses forces et ses faiblesses;
- Un diagnostic externe pour identifier les opportunités et les menaces de l'environnement.

Chapitre III- Les opérations de fusions-acquisitions : étapes, risques et facteurs de réussite

Ainsi, son chemin sera plus clair et elle pourra planifier comme il le faut sa transaction, en ayant compris les potentialités de création de valeur de la cible.

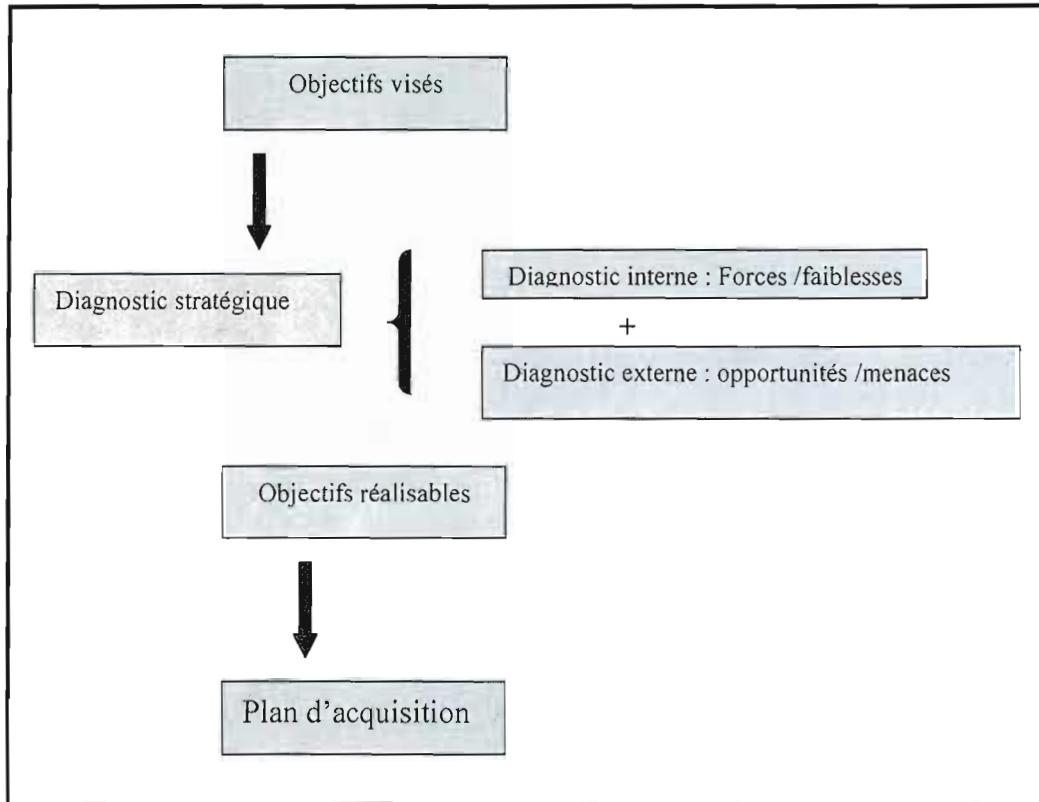
Selon Rousseau (1990), la décision d'acquisition s'inscrit dans un processus général, c'est-à-dire dans un ensemble d'événements, d'études et de décision ultime : acquérir ou ne pas acquérir.

Comme on a vu au premier chapitre, les objectifs sont nombreux et peuvent différer d'une entreprise à une autre selon sa mission et ses valeurs. Ainsi, le plan d'acquisition et les stratégies qu'il comprendra seront établis en conséquence des choix de l'entreprise et la voie de développement qu'elle veut adopter.

Étant donné que les fusions- acquisitions ont des implications financières immédiates engageant l'entreprise à long terme, plusieurs conditions primordiales doivent être remplies avant de prendre la décision:

- Une bonne assise financière;
- Une structure financière équilibrée;
- Une bonne capacité d'emprunt;
- Et un fond de roulement satisfaisant.

Figure 3.1 : Le plan d'acquisition



D'abord, l'entreprise doit définir les objectifs de l'acquisition afin de connaître son point d'arrivée. Toutefois, il faut qu'elle s'assure que ces derniers sont réalisables en termes de temps et de ressources (financières, humaines, etc.). C'est pourquoi, elle doit établir un bilan de ses forces et faiblesses. Ce diagnostic interne permettra à l'entreprise de mieux connaître ses capacités. Elle pourra éliminer ainsi les objectifs non réalisables. Un deuxième diagnostic viendra appuyer ou dissuader l'entreprise quant à son choix. Il s'agit du diagnostic externe qui dressera les opportunités que présente l'environnement ainsi que les menaces avec lesquelles l'entreprise doit composer.

3.1.2 Le plan d'acquisition

3.1.2.1 Description

Une fois ces étapes établies, l'entreprise peut dresser son plan d'acquisition. Il servira de cadre de référence général sur lequel elle peut se baser pour guider toutes ses démarches. C'est une étude de l'acquisition ou d'évaluation des possibilités de fusion. Ce plan comprend les grandes lignes de la transaction.

Cette phase consiste à établir la matérialisation du plan stratégique de l'entreprise (objectif, diagnostic interne et externe). Dans le cadre du diagnostic, l'évaluation doit se faire grâce à une *due diligence* approfondie axée sur le marché et les aspects stratégiques et non seulement sur des aspects financiers (bilans et comptes de résultats).

L'entreprise doit appliquer ce plan minutieusement. Selon Rousseau (1990), si elle s'éloigne, elle risque d'encourir des problèmes sérieux et même un échec.

Toutefois, il faut rester sceptique à ce constat. Établir un plan d'acquisition est bien logique et pertinent, mais ce dernier ne doit pas être statique. L'appliquer à la lettre sans prendre les variables changeantes de l'environnement et du marché peut s'avérer risqué et conduire à l'échec. Ce plan doit être dynamique et doit s'adapter à tout aléa qui peut survenir.

«Executing the plan in a timely yet flexible way that adapts to changes in the environment and new informations as they arise » Baldwin, (2003).

3.1.2.2 Les étapes du plan d'acquisition

Le plan d'acquisition doit comprendre quatre étapes :

- Constituer l'équipe de projet;
- Fixer l'agenda stratégique;
- Répartir le pouvoir;
- Évaluer et sélectionner la cible.

a- Première étape : organiser une équipe pour le projet

C'est la première étape de la planification proprement dite de l'acquisition. Il s'agit de nommer un responsable du projet ainsi que des responsables pour les différents aspects du processus.

Le mandat de cette équipe doit être clairement défini. Les objectifs, les échéances et les budgets doivent y figurer.

Selon Meier et Schier (2003), l'équipe de projet doit :

- Rechercher et sélectionner les cibles en faisant une évaluation stratégique et financière;
- Réaliser ou organiser les premiers contacts;
- Faire le suivi des opérations relatives aux audits d'acquisition et à l'organisation des négociations;
- Effectuer le montage juridique et financier de la transaction;
- Définir les scénarios d'intégration possibles;
- Faire le suivi des contrats et du financement.

Cette équipe est sous le contrôle du comité directeur ou à défaut du Président du conseil d'administration ou du directoire. Elle doit avoir le soutien des principaux dirigeants pour bien remplir sa mission.

b- Deuxième étape : établir un agenda stratégique du projet

Durant cette étape, il faudrait clarifier les motifs stratégiques de la F&A permettant à l'entreprise acquéreuse de définir sa stratégie globale. Sa mission principale est de clarifier le degré de risque que l'entreprise est prête à accepter.

L'agenda stratégique sert également à identifier les activités à préserver, à éliminer ou à consolider. Cette manœuvre permet de fixer les contraintes stratégiques.

L'entreprise tente de préserver certains de ses avantages concurrentiels et cherchera à définir le type d'avantage qu'elle s'attend à avoir de la cible. En d'autre terme, cela permet de s'interroger sur la réalisation du processus de création de valeur.

c- Troisième étape : la répartition du pouvoir

Il existe deux types de pouvoir : le pouvoir managérial des dirigeants de l'entreprise et le pouvoir des actionnaires relatif à la détention des droits de vote.

L'opération de F&A peut modifier ces deux types de pouvoir notamment dans le cas de financement par actions. La nouvelle répartition du capital affectera les rapports au sein de l'entreprise. Les droits de vote seront redistribués en fonction des pourcentages de détention d'actions et des nouveaux actionnaires. Ceux qui étaient majoritaires et avaient le plus de pouvoir se verront léguer ce pouvoir aux nouveaux actionnaires.

« The sale of company usually involves the transfer of control of that company and its assets from one group of shareholders to another ». Baldwin, Bagley, Quinn, (2004).

Cette étape consisterait à définir donc les rapports de pouvoir dans l'entreprise.

d- Quatrième étape : Sélection et évaluation des cibles potentielles

d.1- La sélection des cibles potentielles

Il s'agit de définir les critères de sélection et la recherche de la cible. En premier lieu, le choix se fait sur la base des objectifs stratégiques majeurs comme la spécialisation ou la diversification. Dans un second lieu, l'entreprise affinera la recherche par l'ajout de critères plus précis.

Meier et Schier (2003) regroupent les critères de sélection en trois catégories :

- Adéquation entre les caractéristiques de la cible et les motifs stratégiques de l'entreprise initiatrice : rentabilité et solidité financière, complémentarités, possibilité d'extension géographique;
- Degré d'attractivité de la cible : notoriété, qualité de management, taux de croissance;
- Critères de rejet : qui peuvent amener à refuser l'opération.

d-2 L'évaluation de la cible

L'évaluation fait partie des activités préalables à l'opération de F&A proprement dite. Elle consiste à analyser l'entreprise cible selon ses différentes facettes, par exemple, stratégique et financière. Cependant, ce n'est pas une tâche facile puisqu'il faut prendre en considération la pression du temps et le contexte de la transaction. L'évaluation constitue donc un défi important à relever.

L'évaluation stratégique de la cible

Elle consiste à déterminer l'adéquation des objectifs de l'entreprise initiatrice avec la cible. À cette étape, il faut s'assurer de la compatibilité entre les deux entités et du potentiel de création de valeur que l'entreprise initiatrice s'attend à dégager. Pour ce, il faut éviter les divergences sur les voies de développement et sur les grands axes stratégiques.

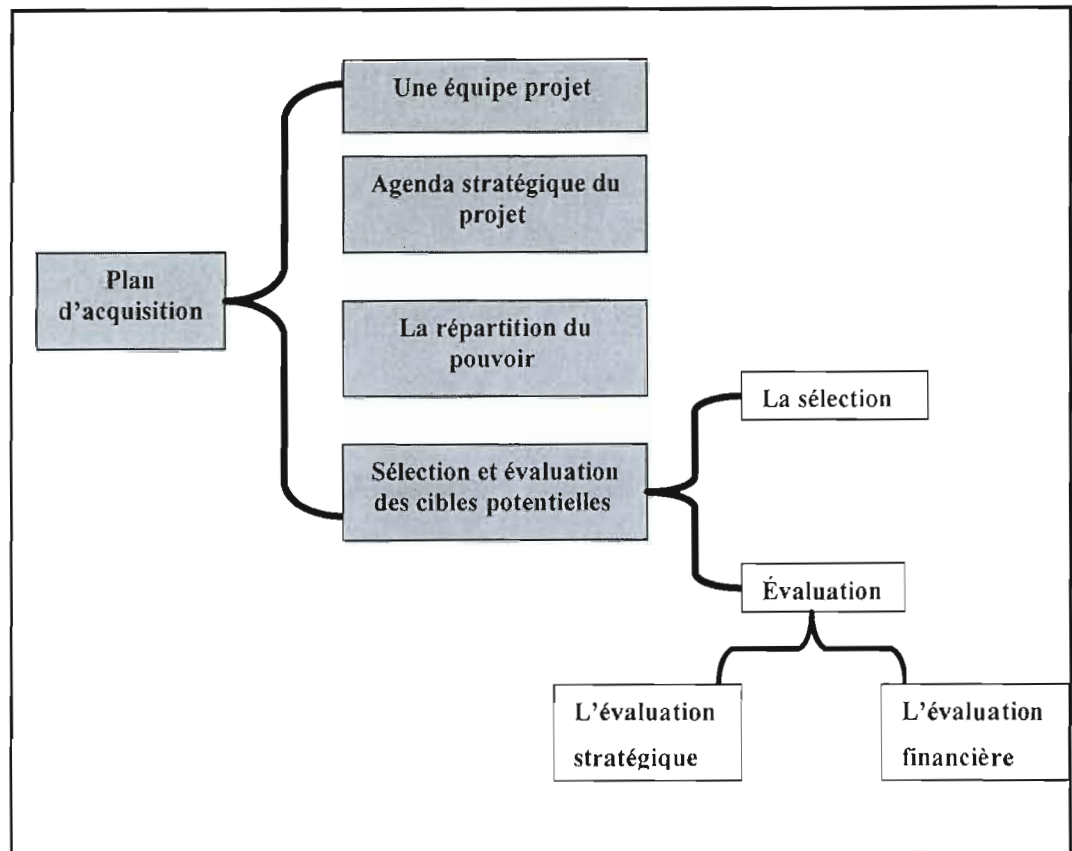
Il ne faut pas oublier d'évaluer les compatibilités au niveau organisationnel. Cette analyse est importante car la F&A entraînera un chamboulement au sein de l'entreprise. L'organisation se transforme entraînant d'importants changements internes comme le système d'informations, les procédures de contrôle et les procédés du travail. C'est pourquoi, il faut vérifier qu'il y a un minimum de cohérence entre les deux entités que l'on tendra à développer au fur et à mesure de l'étape d'intégration.

Un important détail à ne pas omettre, est le niveau culturel. Un grand nombre d'échecs de F&A est imputé à une mauvaise évaluation des caractéristiques culturelles propres à chaque entité. Chaque entreprise a ses normes, ses valeurs, son style de management et ses habitudes. Il faut donc, se pencher sur ce niveau en essayant de minimiser les divergences pour ne pas faire face aux différents types de résistances au changement après la conclusion de la transaction.

L'évaluation financière

L'évaluation financière est aussi importante que l'évaluation stratégique. Elle consiste à connaître approximativement la valeur actuelle de la cible sur le marché autrement dit, sa valeur marchande. L'entreprise acquéreuse se base généralement sur des données publiques et des documents financiers légaux sur plusieurs années. Cette valeur représente le prix minimum que l'acquéreuse peut proposer à la cible sans quoi, les actionnaires n'auront aucun intérêt à vendre. L'entreprise sélectionnée sera évaluée de façon plus poussée parallèlement aux activités de négociation. Durant cette phase, le prix de la transaction sera négocié plus amplement et se basera dans un premier lieu sur la valeur de l'entreprise sur le marché. C'est pourquoi, à ce moment là, la cible tentera de convaincre l'entreprise acquéreuse qu'elle vaut beaucoup plus que sa valeur au livres en mettant en relief tout élément pouvant la valoriser aux yeux de cette dernière (réputation, potentiel de synergies, compétences organisationnelles, etc.). D'un autre côté, l'entreprise acquéreuse tentera de dévaloriser au maximum l'entreprise pour pouvoir payer un prix intéressant dans la mesure où il pourra être amorti facilement après l'acquisition. L'évaluation financière de l'entreprise est délicate car elle constitue l'un des facteurs clé de succès d'une F&A. si la cible est évaluée à sa juste valeur, il serait plus facile de rentabiliser la F&A.

Figure 3.2 : La phase stratégique



3.1.3 Les sources de risques de la phase stratégique

Selon AT Kearney, 58 % des Fusions et Acquisitions sont des échecs. Plusieurs opérations de F&A échouent à cause d'erreurs pouvant survenir pendant les différentes étapes de la transaction. À la base de la littérature, on a fait une synthèse des pièges à éviter que nous présentons tout au long de ce chapitre.

L'annonce d'une opération de fusion ou d'acquisition provoque des réactions immédiates des personnes directement concernées :

- Les actionnaires : des revendications concernant la nouvelle répartition du pouvoir
- Les cadres et le personnel clé : des démissions peuvent survenir immédiatement;
- Les fournisseurs : tendent à consolider leurs positions;
- Les clients; sentant que leurs intérêts sont menacés, ils peuvent avoir des réactions défavorables. Selon Selden et Colvin (2003), les dirigeants doivent comprendre que la valeur de la compagnie est représentée par la valeur cumulative de ses clients

Les risques sont nombreux et il est difficile d'en établir une liste exhaustive. On a relevé ci-dessus, les erreurs et les sources de risques les plus courantes. On distingue :

3.1.3.1 Gérer les rumeurs

La première étape d'une opération de F&A est souvent marquée par des rumeurs concernant le prix, la prise de contrôle, la réorganisation, les suppressions d'emplois... Pour cette raison, les parties essaient d'adopter une politique de confidentialité. Souvent les détails de la négociation resteront secrets jusqu'à l'annonce officielle de la conclusion de la transaction.

À cause des rumeurs, la phase suivante (phase de négociation) peut s'avérer longue et laborieuse. La complexité et l'incertitude qui en résultent donnent lieu à des conflits ou des malentendus entre les parties. Cela accentue les biais cognitifs qui faussent la sélection et l'interprétation des données disponibles ce qui diminue la chance d'aboutir à un résultat satisfaisant pour les entités.

3.1.3.2 Contrôler les facteurs émotionnels

Il s'agit de la subjectivité du choix de la cible. Dans certains cas, le choix de la cible peut résulter d'une focalisation sur une entité qui semble être compatible avec l'entreprise acquéreuse. Lorsque ce choix est fondé sur une comparaison non rationnelle entre les cibles, il peut s'avérer erroné. Le dirigeant responsable de ce choix tend à chercher des informations exclusivement pour appuyer et renforcer sa proposition. Ainsi, il surévalue les données relatives à la cible qu'il a choisie et sous-évalue les autres alternatives. Le dirigeant, par son biais cognitif, n'arrive pas à dissocier l'attrait de la cible (notoriété, positionnement sur le marché...) de son intérêt stratégique et sa compatibilité avec ceux de l'entreprise acquéreuse.

Pour faire face à ce risque, le dirigeant responsable de l'opération de F&A, doit évaluer toutes les alternatives. Il doit les soumettre aux mêmes tests, dans un cadre strictement objectif. Les critères de choix doivent se baser exclusivement sur la compatibilité stratégique de l'entreprise acquéreuse avec la cible, des opportunités de rentabilité et de croissance en mesurant les risques en termes d'investissement, de contrôle et d'asymétrie d'information.

« Reste à voir maintenant s'ils ont retenu les leçons de la fin des années 1990, où la démesure et l'ego des dirigeants nous ont conduit tout droit vers les excès de la convergence et la destruction de valeur qui s'en est suivie ». (Boivert, 2005)

La volonté de créer un empire, un ego surdimensionné, un excès de confiance en soi, la mode ou le contrôle d'autres facteurs politico-émotionnels peuvent aussi être à l'origine d'une fusion.

3.1.3.3 Ne pas se laisser piéger par les modes ou les tendances

Il ne faut pas copier la stratégie des autres car les F&A ne sont pas des vignettes interchangeables. Il n'existe pas de recettes universelles applicables en tout temps et en toute circonstance. Chaque entreprise doit définir les caractéristiques aux quelles les différentes parties prenantes (salariés, clients, fournisseurs, investisseurs, etc.) peuvent s'identifier.

Selon Crosbie & Company (une banque d'affaires de Toronto), 859 entreprises canadiennes ont changé de propriétaires en 2004. La valeur totale de ces transactions a atteint 115 milliards de dollars enregistrant une augmentation de 39% par rapport à 2003. (Baril, 2005)

La compagnie Cintas, a dépensé 3 milliards \$ pour effectuer 250 deals en 5 ans entre 1998 et 2003. (Ravit et Lemire, 2003)

On voyant ses chiffres, on se demande si dans un tel contexte, les entreprises cherchent à s'aligner aux impératifs du marché. Ce cadre d'affaires pousse parfois les entreprises à procéder à des opérations de F&A pour survivre. Pour ces dernières, fusionner ou acquérir une nouvelle entité consisterait leur ultime recours pour parvenir à la croissance et éviter de disparaître.

Parmi les plus grosses transactions survenues en 2004, il y a eu la fusion des brasseries Molson et Coors (4,5 milliards); l'achat de Goldcorp (quatrième producteur d'or au Canada) par la compagnie américaine Glamis Gold, pour 3,7 milliards; la prise de contrôle de Microcell par Rogers Communications (1,4 milliard), et l'acquisition de Dollarama par la banque d'affaires Bain Capital au coût de 1 milliard. L'achat de Banknorth Group par la Banque TD pour 4,9 milliards vient en tête de la liste des transactions enregistrées l'an dernier.

Les entreprises veulent profiter de l'abondance des capitaux sur les marchés financiers et le coût relativement bas des emprunts. Ces dernières, en quête de taille critique risquent de tomber dans le piège de l'imitation. Faire des F&A rien que

parce que le concurrent le fait, peut avoir des conséquences négatives sur la rentabilité et la continuité de l'entreprise. Il ne s'agit pas de faire comme les autres, mais de fonder sa décision sur des caractéristiques contextuelles, économiques, organisationnelles et culturelles. La décision doit être bien fondée.

Toutefois, il faut remarquer que dans certains secteurs d'activité, comme le secteur pharmaceutique, les fusions et acquisitions sont le principal mode de croissance. L'entreprise qui veut se montrer rentable, compétitive et innovante devrait suivre les tendances du marché. Plutôt que de bâtir de nouvelles unités et d'accroître leur capacité de R&D, comme cela a été la norme dans les 25 dernières années, plusieurs dirigeants estiment qu'acheter une entreprise établie qui génère des revenus et des profits, présente, dans le contexte actuel, un meilleur rapport risque - rendement.

3.1.3.4 Ne pas se précipiter

Comme le montrent plusieurs auteurs, dans certains cas, la décision de fusionner ou d'acquérir une entreprise n'est pas bien fondée. L'analyse préalable et la collecte de données peuvent être superficielles. Ainsi, la stratégie et les objectifs seront formalisés sur une base erronée.

Un manque d'examen de la politique de croissance entraîne un risque majeur pour l'entreprise acquéreuse. Les informations recueillies doivent appuyer la pertinence et l'intérêt stratégique de l'opération. Il faut donc prendre le temps qu'il faut pour recueillir suffisamment d'informations et pour pouvoir les analyser correctement. Les contraintes entourant la transaction ne doivent pas entraîner une précipitation pouvant se révéler fatale dans le futur. Dans certains cas, pour minimiser les commissions des experts externes par exemple, l'entreprise tentera de réduire et minimiser le temps nécessaire à la conclusion de la transaction. L'ultime objectif serait de signer le contrat final. Or cette précipitation peut entraîner des problèmes

déliçats et cacher des erreurs importantes comme la sur estimation des synergies, la sous estimation des facteurs organisationnels, managériaux et culturels.

3.1.3.5 Vérifier la validité du diagnostic initial lorsque le contexte change

Une fois le diagnostic établi, les entreprises se sentent en sécurité et prêtes à continuer le processus de la F&A. Or, le contexte actuel, en perpétuel changement, exige de nombreux ajustements notamment lorsque la phase stratégique s'allonge. Il y a des événements incontrôlables et non prévisibles comme les contraintes réglementaires, les innovations technologiques, l'entrée de nouveaux concurrents puissants...

C'est pourquoi, plusieurs auteurs recommandent à l'entreprise acquéreuse de veiller à une concordance permanente entre sa stratégie de croissance et les caractéristiques environnementales. L'attachement au diagnostic initial ne doit pas être exagéré. Au contraire, ce dernier doit être dynamique afin de ne pas limiter les capacités de réaction à des nouvelles informations. L'entreprise doit avoir la capacité d'intégrer toute nouvelle donnée pouvant influencer le processus.

Le diagnostic peut comporter des options, des solutions de rechange ou des scénarios pour les aléas de la conjoncture. Certes, cela nécessite un travail laborieux au début mais, il procure d'avantage de sécurité à l'entreprise faisant face à un environnement turbulent.

3.1.3.6 Éviter d'accorder une confiance démesurée aux intervenants

Dans certains cas, l'entreprise acquéreuse accorde le choix d'une cible à des intervenants externes. Cette dernière, a souvent la certitude que les experts procurent des données fiables et exactes. L'analyse professionnelle qu'ils présentent

à l'entreprise acquéreuse donne l'impression qu'elle va maîtriser les risques associés à l'opération.

Or, tout comme les dirigeants, les experts peuvent se tromper et leurs jugements peuvent se révéler faux.

Selon O. Meier et G. Schier, le recours aux experts entraîne cinq risques :

- Quand la commission de l'expert est fixe quelque soit la durée de l'opération, il tentera de minimiser la période couvrant le processus d'achat laissant de côté les problèmes importants;

- Lorsque l'expert est payé uniquement sur la base de la réalisation du *deal* (signature du contrat) indépendamment de la performance future;

- Quand l'expert privilégie le caractère commercial de l'opération et présente une analyse ancrée par la subjectivité du client et non pas sur des la justesse des analyses;

- Le profil des experts est souvent financier ou juridique. Ces derniers, accorderont l'importance à des facteurs techniques et quantitatifs et peuvent omettre les caractéristiques organisationnelles et culturelles;

- Lorsque la tâche est accordée à différents experts, l'analyse peut être fragmentée et la formulation des choix stratégiques ne sera pas cohérente.

«Experts and specialists, such as lawyers, accountants, consultants and investment bankers, can be very helpful in fine-tuning a deal structure or carrying out parts of a complex transaction. But they are not qualified for, nor do they the right incentives to take full responsibility for planning and implementing an acquisition or alliance. » (Baldwin, 2003)

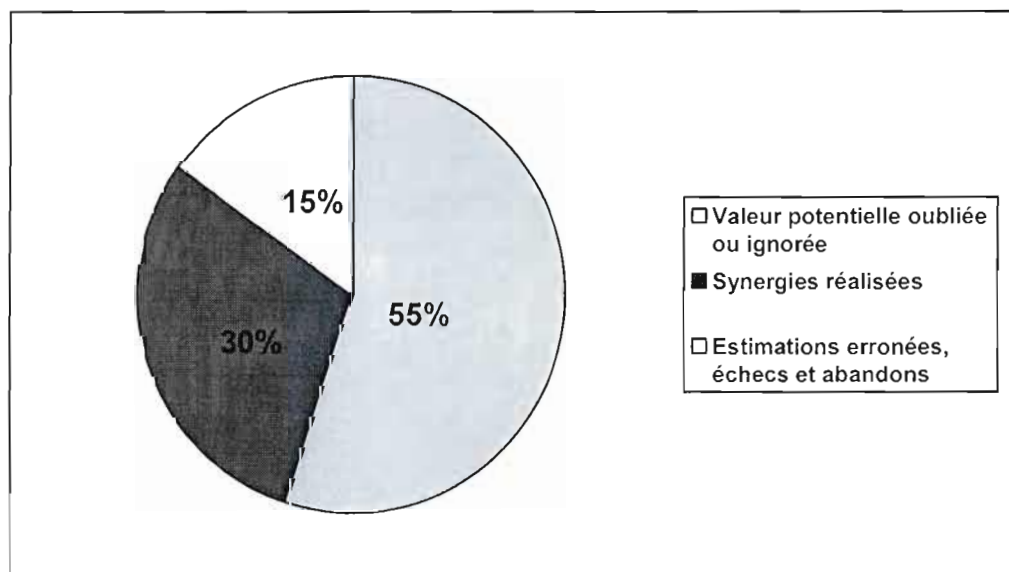
3.1.3.7 La surévaluation ou la sous évaluation de la cible

Dans certains cas, les dirigeants ou les experts responsables des opérations de F&A ont tendance à surévaluer ou sous évaluer la cible. Les deux cas aboutissent à une décision erronée. La surévaluation de la cible donnera lieu à une destruction de valeur et une menace de survie pour l'entreprise acquéreuse. Quant à la sous évaluation, l'entreprise perdra une opportunité et aura un manque à gagner qui peut être exploité par ses concurrents. Plusieurs raisons sont à l'origine de ces situations:

- Données erronées (états financiers maquillés);
- Subjectivité démesurée;
- Objectifs exclusivement financiers;
- Recherche de résultats à court terme;
- Manque d'expertise dans le domaine de la cible;

Dans le cas de la surévaluation, ce qui arrive souvent c'est que l'entreprise acquéreuse se fixe des objectifs non réalistes sur la base de ses analyses erronées. Une telle opération est vouée inévitablement à l'échec.

Graphique 3.1 : Réalisation des actions annoncées à la fusion- exemple



Source : Mercer Management Consulting, 1999

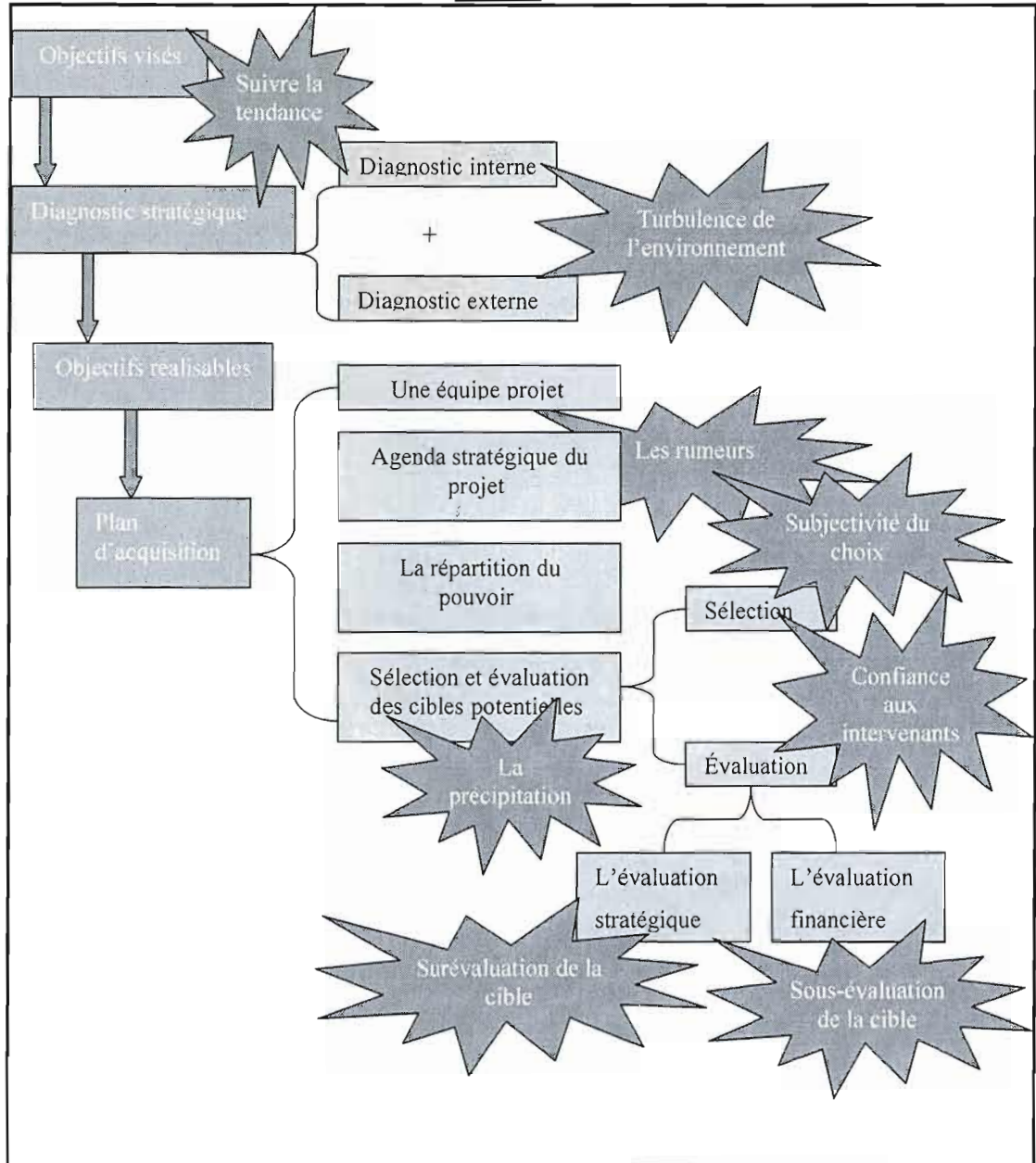
Conclusion :

Pour faire face à ces risques, l'entreprise doit établir un système de gestion efficace et approprié qui prendra en considération les différents aléas et proposera des pistes pertinentes pour y faire face.

Tableau 3.1 : Risques de la phase stratégique et pistes pour les gérer

Sources de risques	Gestion
Les rumeurs	Adopter une politique de confidentialité. Les détails de la négociation resteront secrets jusqu'à l'annonce officielle de la conclusion de la transaction.
La subjectivité du choix	Le choix doit être fondé sur une comparaison rationnelle entre les cibles en dissociant l'attrait de la cible de son intérêt stratégique et la compatibilité.
Suivre la tendance	Il ne s'agit pas de faire comme les autres, mais de fonder sa décision sur des caractéristiques contextuelles, économiques, organisationnelles et culturelles.
La précipitation	Les informations recueillies doivent appuyer la pertinence et l'intérêt stratégique de l'opération.
La turbulence de l'environnement	Veiller à une concordance permanente entre sa stratégie de croissance et les caractéristiques environnementales. L'attachement au diagnostic initial doit comporter des options et des solutions de rechange.
Confiance démesurée accordée aux intervenants	L'analyse présentée par les experts externes doit être vérifiée et soumise à un contrôle par les dirigeants de l'opération pour en confirmer la pertinence.
Surévaluation ou sous évaluation de la cible	Se fixer des objectifs réalistes.

Figure 3.3 : La phase stratégique et les risques relatifs



3.2 La phase de négociation

Après avoir sélectionné et évalué la cible d'un point de vue stratégique et financier, l'entreprise entreprend la phase de négociation. À cette phase, elle définit les conditions économiques et les modalités de l'opération. Il s'agit d'activités tactiques à court terme servant à appliquer les décisions prises dans le cadre du plan d'acquisition.

Tout d'abord, il faut définir si l'opération sera amicale ou hostile. Le premier cas aura lieu lorsque la cible est prête à un rapprochement amical. Ainsi, les intérêts de l'entreprise acquéreuse, ceux des dirigeants et des actionnaires de la cible sont convergents. Évidemment, c'est le cas idéal. La situation inverse peut avoir lieu : il s'agit d'une opération hostile. Ainsi, la négociation dépendra largement de la nature du rapprochement. On mettra l'accent sur les rapprochements amicaux dans la suite de la section.

La négociation commence par un premier contact avec l'entreprise cible. C'est une étape critique qui doit être traitée avec beaucoup de soin car elle renseigne sur l'ouverture de l'entreprise cible par rapport à l'offre d'achat.

La durée de cette phase est tributaire de l'importance du projet, de sa complexité et de l'expérience des deux parties en matière de négociation des opérations de F&A. Selon Hovers (1973), l'entreprise acquéreuse peut entrer dans le vif du sujet dès le premier contact et discuter de la formule de calcul du prix ainsi que du mode de paiement. Mais, il serait préférable selon Fishman (1984), d'attendre que la cible manifeste son intérêt à l'offre d'achat.

C'est la haute direction de l'entreprise acquéreuse qui doit être responsable de la négociation. Elle doit en assurer la confidentialité. Selon Rousseau (1990), les deux parties intervenantes s'engagent réciproquement à respecter le caractère

confidentiel des informations et de la négociation, compte tenu du cortège d'avantages et d'inconvénients qui s'en suivent inévitablement.

Si la négociation aboutie à une entente, les procédures formelles commencent aussitôt. La communication aux personnes concernées, les informations et le processus de divulgation doivent être prêts.

L'organisation des procédures et des pratiques de la négociation variera si la cible est une société cotée en bourse ou non. Si elle n'est pas cotée, les procédures sont moins formalisées.

Tableau 3.2 : Procédures de négociation pour les entreprises cotées et non cotées

	Cible cotée	Cible non cotée	
Procédures	Prise de contact avec le management	Prise de contact avec les dirigeants	
	Définition du type de rapprochement (amical ou hostile)	Confirmation de l'intérêt de rapprochement pour les deux parties	
	Définition de la forme du rapprochement (fusion ou acquisition)	Signature d'un contrat de confidentialité	
	Signature d'un accord de confidentialité	Rédaction d'une offre indicative	
	Définition des grandes lignes de l'opération	Réalisation d'audits d'acquisition ⁴	
	Négociation du prix, des modalités de paiement ou les parités d'échange ainsi que les garanties de l'opération	Rédaction d'un protocole d'accord (prix, modalités de paiement, annexes)	
	Dépôt du projet de F&A finalisé afin de commencer le processus légal		Demande des autorisations nécessaires (clients, fournisseurs, banquiers, créanciers...)
			Signature définitive de l'accord
		Transfert des titres et paiement des actionnaires de la cible	

Adapté de Meier et Shier, 2003

⁴ L'objectif des audits d'acquisition est de s'assurer de la non existence de risque d'accroissement du passif.

La proposition de la prime d'acquisition doit être bien étudiée. Elle doit se baser sur la variation des actions de la cible durant les derniers mois ainsi que les conditions du marché. Elle ne doit pas être trop élevée donc, sans intérêt économique pour l'entreprise acquéreuse, ni trop basse au risque que l'offre soit déclinée.

Dans le processus de négociation, on doit s'attarder sur l'organisation de la prise de contrôle. Elle consiste à s'entendre sur les modalités de paiement, optimiser les effets de leviers potentiels et à adapter la politique financière du nouvel ensemble.

3.2.1 Les sources de risques de la phase de négociation

Concrètement la phase de négociation présente le premier contact entre l'entreprise acquéreuse et la cible. C'est une étape délicate durant laquelle, les parties cherchent des intérêts réciproques dans le cadre d'un arrangement réduisant les divergences. C'est pourquoi, il faut éviter les erreurs, sans quoi, le processus de l'opération peut s'interrompre.

Cette étape comporte plusieurs sources de risques importants à traiter avec prudence pour éviter les retombées.

3.2.1.1 Éviter que la conclusion de l'accord soit l'unique objectif

Selon cette perspective, les parties chercheront à trouver un accord qui leur convient en ignorant certains aspects essentiels. Souvent, ces points sont délicats et leur analyse peut se révéler source de conflits ou de malentendus. Alors, les parties préfèrent ne pas en parler pour finaliser l'accord. Il s'agit de sujets comme la répartition du pouvoir, la sauvegarde de certains acquis, le style de management, les aspects organisationnels, les valeurs et les normes à conserver et celles à éliminer.

L'objectif est de susciter l'adhésion et d'envoyer un signal solide aux médias qui affectera positivement les réactions des marchés financiers.

Cette tactique est dangereuse car elle ne fait que donner un caractère latent aux conflits potentiels. Une fois l'accord conclu, l'entreprise fera face à ces problèmes qui surgiront inévitablement lors du rapprochement formel et qui feront de la phase d'intégration une étape très difficile.

Au contraire, la phase de négociation doit être le meilleur moment pour discuter des points délicats. Une fois ces aspects réglés, le processus peut continuer aisément et avec moins de contrariétés. Toutefois, le débat doit être mené intelligemment et sans provoquer des obstacles intentionnellement. Il faudrait essayer de trouver des solutions et des arrangements qui n'affectent pas l'intérêt stratégique de l'opération et les objectifs stratégiques respectifs de l'entreprise acquéreuse et de la cible.

3.2.1.2 L'hypothèse d'hubris

Les dirigeants ont tendance parfois à surestimer les chances de succès de la F&A. Le PDG a souvent le sentiment qu'il contrôle les résultats et que la décision de la F&A est favorable à coup sûr. Il s'estime capable de réaliser des résultats supérieurs à ceux réalisés par ceux qui l'ont précédé. Son optimisme exagéré provient d'une surestimation de ses capacités et ses aptitudes professionnelles.

On se pose parfois la question pourquoi les primes sont si élevées? Et bien la réponse provient entre autre de cet optimisme et cette surestimation du succès de l'opération. Le dirigeant fixe une prime élevée croyant que la valeur qui sera créée de ce regroupement sera nettement supérieur à moyen et long terme.

La crédibilité est un facteur capital dans le processus. Une déclaration qui ne fait pas preuve de réalisme et de clarté suscitera un niveau d'adhésion médiocre.

3.2.1.3 Un prix trop élevé

En raison d'une mauvaise évaluation des risques ou d'un financement plus facile, certaines entreprises payent un prix trop élevé pour leurs acquisitions. Par

exemple, il apparaît clair que Bombardier a payé cher l'acquisition d'Adtranz, surévaluant certains contrats et omettant des engagements. BCE aussi a acheté à haut prix Teleglobe alors que la bulle des télécoms se dégonflait.

Une acquisition bâclée et payée trop cher a des conséquences néfastes non seulement pour les actionnaires qui voient fondre la valeur de leur actif, mais aussi pour l'ensemble de l'activité économique qui s'en trouve affaiblie.

Cet écart entre le prix du marché de la cible et le prix payé pour l'acquérir peut causer des problèmes à l'entreprise acquéreuse dans la mesure où elle ne pourra jamais rentabiliser son acquisition.

Pour ne pas tomber dans ce piège, l'entreprise acheteuse doit intégrer dans son analyse tous les risques directs et indirects de l'opération ainsi que des scénarios pessimistes pour éviter les mauvaises surprises. Rappelons-nous le cas d'America Online et Time Warner ou encore de Vivendi et Universal.

La détermination et la négociation du prix de la transaction affectent considérablement la performance de l'entreprise après l'acquisition ou la fusion. Selon Sirower (1997), plus la prime d'acquisition est élevée, plus le risque de perte de valeur est plus grand.

Rappaport (1998), stipule que pour créer de la valeur dans une opération de F&A, il faut que l'entreprise acquéreuse ait anticipé des synergies supérieures à la prime payée.

3.2.1.4 La pression

En absence de maîtrise de la situation, les dirigeants peuvent être amenés à céder à la pression et prendre des décisions non réfléchies dans le but de finaliser l'accord. Plus le processus est long, plus les acteurs ont tendance à accélérer la conclusion du contrat.

Lorsqu'il y a un haut niveau de stress et d'anxiété, les décideurs accélèrent le cours des événements pour en finir.

Pour éviter ce risque, il faudrait découper le processus de négociation en sous étapes. Les responsables de l'opération doivent fixer des objectifs pour chaque sous étape. Ils ne doivent passer d'une étape à une autre que s'ils s'assurent que les objectifs de la première sont réalisés. Cette hiérarchisation des objectifs et des priorités sert d'un cadre temporel utile pour retracer l'évolution des pourparlers. Ainsi, la pression sera bien gérée et il n'y aura pas de décisions précipitées. Cela éliminera les tensions et les conflits qui peuvent survenir dans le futur.

3.2.1.5 Refus d'arrêter le processus

Comme mentionné ci haut, l'entreprise opère dans un environnement dynamique et en perpétuel changement. Elle peut être dans certains cas, contrainte de changer sa stratégie de croissance. Certains événements peuvent chambouler le processus et obliger l'entreprise à interrompre l'opération de F&A.

À ce moment là, les dirigeants, se sentant impliqués dans le processus, ne peuvent plus faire marche arrière malgré les signaux négatifs. Convaincus que ces événements seront passagers ou sans incidence majeure sur la concrétisation de l'opération, ils refusent d'y renoncer.

Cela constitue une erreur car, à cette phase, l'entreprise a encore le choix de changer sa décision tant qu'elle n'a pas signé l'accord final. Elle peut trouver une autre cible à moindre risque.

Ce comportement provient d'une crainte des dirigeants de perdre leur crédibilité vis-à-vis des différents acteurs. Ces derniers, doivent dissocier leurs aspirations personnelles des intérêts stratégiques de leurs entreprises.

Conclusion

Durant la phase de négociation, une attention particulière doit être accordée au processus de gestion des risques. L'entreprise, après un accord final, tentera de gérer au mieux les obstacles qui se présentent afin de parvenir à ses objectifs.

Tableau 3.3: Risques de la phase de négociation et pistes pour les gérer

Sources de risques	Gestion
Juste un accord	Trouver des solutions et des arrangements qui n'affectent pas l'intérêt stratégique de l'opération et les objectifs stratégiques respectifs de l'entreprise acquéreuse et de la cible.
L'hypothèse d'hubris	Baser l'évaluation de la cible sur des données réelles et objectives.
Un prix trop élevé	L'écart entre le prix du marché de la cible et le prix payé doit être élaboré de façon que l'acquisition ou la fusion soit rentabilisée. Il doit intégrer tous les risques directs et indirects de l'opération ainsi que des scénarios pessimistes pour éviter les mauvaises surprises.
La pression	Découper le processus de négociation en sous étapes et hiérarchiser les objectifs
Refus d'arrêter le processus	Changer sa décision tant qu'elle n'a pas signé l'accord final et chercher une autre cible à moindre risque.

Ashkenas et Francis (2000), stipulent qu'il existe deux moments cruciaux dans le processus de F&A. le premier est le temps entre l'annonce de l'opération et la signature du contrat final et le deuxième est les 100 premiers jours après l'accord final donc le début de la phase d'intégration.

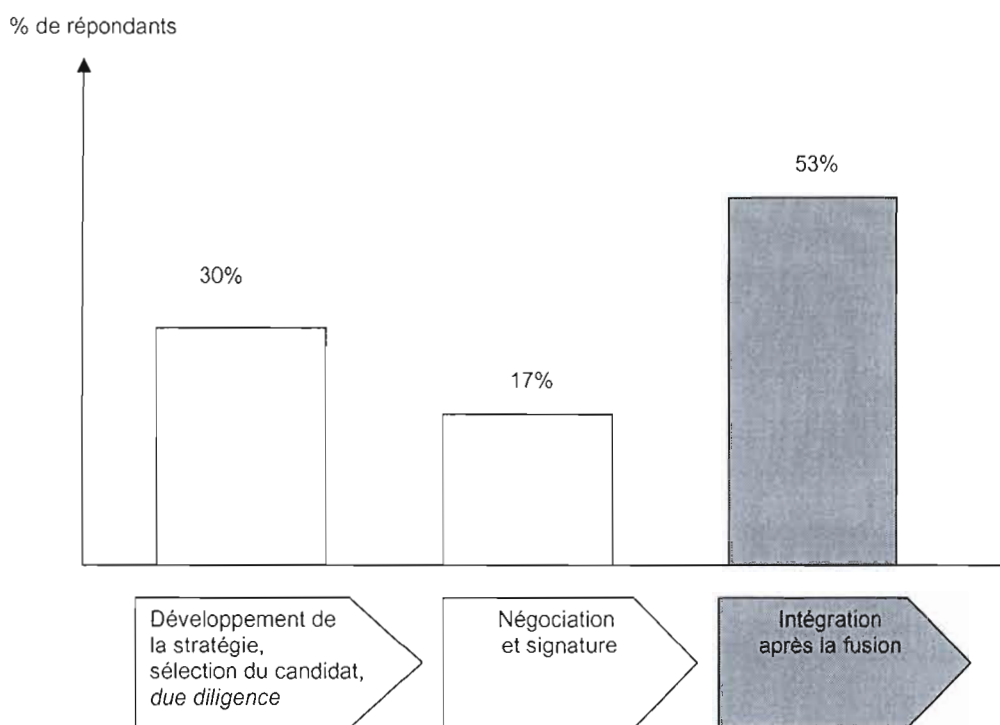
3.3 La phase d'intégration

La phase d'intégration représente l'étape la plus délicate pour l'entreprise acquéreuse. Elle consiste à harmoniser les dimensions opérationnelles, organisationnelles et culturelles de la nouvelle entité dans la perspective de créer de la valeur.

L'intégration vise l'atteinte des objectifs financiers et économiques formulés dans le plan d'acquisition. Le degré d'atteinte de ses objectifs renseignera sur le niveau de succès ou d'échec de la transaction. « C'est l'examen de passage que doit réussir l'entreprise acheteuse pour assurer le succès de l'acquisition » (Rousseau, 1990).

Le management doit prendre en considération à la fois, les caractéristiques de l'entreprise acheteuse et celles de la cible afin de comprendre les enjeux que la nouvelle entité doit relever. Selon une étude de A.T Kearney, la phase d'intégration est celle qui comporte le plus grand risque d'échec. C'est pourquoi, il faut la préparer soigneusement et les responsables doivent tenir compte du changement, l'anticiper et s'y préparer.

Figure 3.4 : La fusion: les risques d'échec étape par étape



Source; A.T. Kearney – Global PMI survey

Toutefois, il faut distinguer entre deux modalités d'intégration à savoir l'intégration planifiée et l'intégration émergente. Selon cette perspective, il existe un écart entre les deux et c'est leur juxtaposition qui abouti à l'intégration réalisée.

L'intégration planifiée :

C'est l'intégration telle que planifiée par les décideurs, en fonction d'une vision à long terme de l'avenir de l'organisation. Il s'agit alors d'un projet intentionnel qui véhicule une représentation globale positive de l'organisation et de son avenir. Ainsi, les décisions prises affectent toutes les parties concernées et ont des effets à long terme.

La rétroaction quant aux résultats de ces décisions se fait sous forme de rapports, de bilans, ou de comptes rendus des résultats du processus d'intégration.

Ce processus est généralement long (mensuel, trimestriel, annuel) afin de donner aux initiatives le temps de produire les effets escomptés.

L'intégration émergente

Elle émerge des interactions des membres de l'organisation. La F&A peut alors être perçue comme un événement heureux porteur d'opportunités ou encore comme une menace à éviter et à combattre. Les réactions à la F&A sont donc variées et en évolution.

Elle est le fruit des actions posées par chacun d'entre eux en fonction de leurs interprétations de la F&A et de son impact (réel ou anticipé) sur leurs vies professionnelles et personnelles.

Ces réactions comportent une bonne part d'émotivité en plus du calcul rationnel des coûts et bénéfices de l'intégration.

La F&A est une expérience de changement qui force les individus à renoncer au passé et donc à déconstruire leurs engagements précédents dans une certaine façon de travailler, dans un certain style de rapports sociaux ou de pratiques culturelles. Elle suppose aussi l'apprentissage de nouvelles façons de faire (méthodes, équipements) et de se relier (nouvelle structure, nouvelle culture).

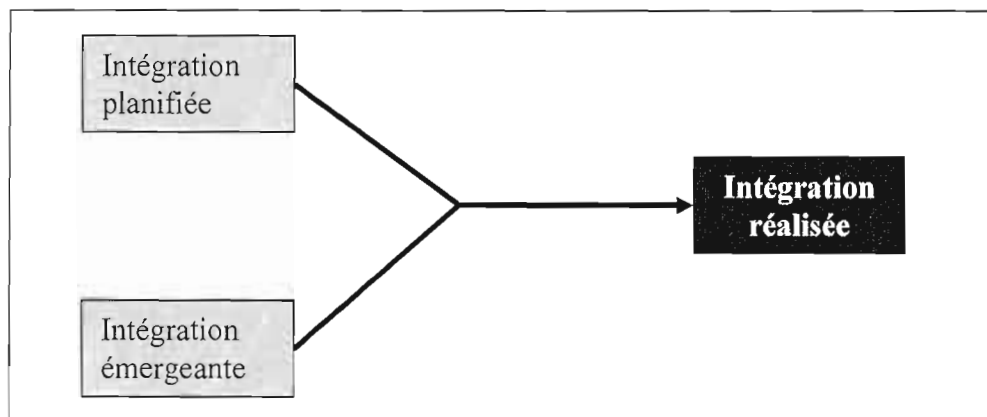
Elle est constituée d'une multitude d'actions disjointes dont les effets ne sont pas toujours prévisibles ou contrôlables.

L'intégration réalisée :

C'est la juxtaposition de ces deux modalités, bien planifiée et orientée vers le futur. Ces deux modalités ont des caractéristiques différentes, mais interdépendantes puisque l'intégration planifiée sert de cadre à l'intégration vécue et stimule l'interprétation par les membres des organisations. Ces interprétations guideront les actions de mise en œuvre.

En ce sens, l'intégration réalisée est le fruit de la conjonction de l'intégration planifiée et de l'intégration émergente.

Figure 3.5 : l'intégration réalisée



Durant la phase d'intégration, les employés des deux entités seront soumis à une charge de travail ainsi qu'une pression énorme. C'est pourquoi, il faut prendre rapidement des décisions importantes notamment le style de management à adopter.

3.3.1 Les styles de management

La compréhension des incompatibilités culturelles et organisationnelles doit être accompagnée d'une analyse de processus de création de valeur et de richesse. Le style de management dépend des intentions stratégiques de l'entreprise acquéreuse et des particularités de la cible. Selon Haspeslagh et Jemison (1991), la politique d'intégration peut être conduite de trois façons différentes: intégration par préservation, intégration par rationalisation et intégration par symbiose.

La politique d'intégration et le style de management différeront en fonction du besoin d'autonomie de la cible et le besoin d'interdépendance entre cette dernière et l'entreprise acquéreuse.

Figure 3.6 : Politique d'intégration et le style de management

Besoin d'interdépendance entre l'acquéreur et la cible	Besoin d'autonomie de la cible	
	Faible	Élevé
Élevé	Rationalisation	Symbiose
Faible	-	Préservation

Source : Haspeslagh et Jemison (1991)

3.3.1.1 Intégration de préservation

Dans un contexte d'émergence de nouveaux métiers et de nouvelles technologies, les entreprises cherchent à explorer de nouveaux domaines dans le but de diversifier leurs risques. L'intégration par préservation est le style de management approprié dans ce cas pour l'entreprise acquéreuse.

Lorsque le besoin d'autonomie de la cible est élevé et que le besoin d'interdépendance entre les deux entités est faible, la culture de l'entreprise acquise sera maintenue en lui garantissant une autonomie de gestion opérationnelle. Le contrôle sera de type financier et non opérationnel.

Le tableau suivant mettra en relief les objectifs et les principes de ce style de management ainsi que les avantages pour l'entreprise acquéreuse d'une part et ceux de la cible d'autre part.

Tableau 3.4: Caractéristiques de l'intégration par préservation

Objectifs de gestion propre à une intégration par préservation	Principes de gestion propre à une intégration par préservation	Avantages pour l'acquéreuse	Avantages pour la cible
<ul style="list-style-type: none"> -Pénétration de nouveaux marchés -Diversification 	<ul style="list-style-type: none"> -L'acquéreuse cherche à se développer à moyen terme -Pas d'interdépendance stratégique -Veiller sur la cohérence de l'activité -Accorder les moyens financiers et humains afin d'assurer l'autonomie -Rôle limité à l'allocation du capital et le contrôle des résultats 	<ul style="list-style-type: none"> -Enjeux clairs -Objectifs mesurables -Autonomie organisationnelle 	<ul style="list-style-type: none"> -Pas de relation opérationnelle avec l'entreprise acquéreuse donc plus de flexibilité et une plus grande marge de manœuvre -Garder sa culture -Éviter les problèmes de résistance aux changements

Il faut noter que pour réaliser ce type de management, l'entreprise acquéreuse doit remplir plusieurs conditions pour mener à bien la gestion de la nouvelle entité. Toutefois, ces conditions entraînent différents risques qui peuvent entraver la transaction et causer l'échec de l'opération.

Tableau 3.5: Conditions et risques relatifs à l'intégration par préservation

Conditions	Risques
-Ne pas imposer un style de management à la cible	→ Risque de perte de contrôle
-Fournir les moyens financiers et humains	→ -Risque d'engager des fonds trop rapidement par rapport à la capacité de réalisation du projet
-Possibilité de transfert de ressources	→ -Risque de diminuer l'autonomie de la cible

3.3.1.2 Intégration de rationalisation

Cette situation survient dans le cas inverse de l'intégration de préservation (faible besoin d'autonomie de la cible et fort besoin d'interdépendance entre les deux entités).

L'entreprise acquéreuse vise à exploiter des synergies opérationnelles en recherchant des effets de taille. Menacée par des concurrents directs sur des marchés concentrés ou globaux, les entreprises chercheront à acquérir des cibles aux activités connexes ou similaires.

Les ressources de l'entreprise acquéreuse et de l'entreprise acquise seront réorganisées autour d'un axe d'uniformisation et de recherche d'économie d'échelle et d'envergure dans un objectif de réduction de coûts et de gain sur les effets de volume.

L'intégration par rationalisation diffère du style de management par préservation. Les objectifs ainsi que les principes ne sont pas les mêmes et donc les avantages que les deux entités cherchent à atteindre sont conséquents.

Tableau 3.6: Caractéristiques de l'intégration par rationalisation

Objectifs de gestion propres à une intégration par rationalisation	Principes propres à une intégration par rationalisation	Avantages pour l'acquéreuse	Avantages pour la cible
<ul style="list-style-type: none"> -Économie d'échelle -Économie d'envergure -Préserver une position concurrentielle -Renforcer sa position sur le marché 	<ul style="list-style-type: none"> -Liens opérationnels entre les deux entités -Forts liens stratégiques -Absence de spécification -Initié par l'acquéreuse -Elle organise, coordonne et contrôle toutes les activités -Elle configure la stratégie globale -Elle structure la répartition des rôles 	<ul style="list-style-type: none"> -Agir à court terme -Produire des résultats rapidement -Donne un rôle essentiel à l'acquéreuse 	<ul style="list-style-type: none"> - Bénéficiaire du savoir faire de l'entreprise acquéreuse

Tout comme l'intégration de préservation, l'intégration de rationalisation suppose la réalisation de certaines conditions pouvant entraîner des risques divers.

Tableau 3.7 : Conditions et risques relatifs à l'intégration par rationalisation

Conditions	Risques
-Plan d'intégration précis et détaillé	→ Difficulté à établir un plan qui intègre tout les imprévus
-Mettre l'accent sur la cohérence de l'ensemble	→ -Risque de faire disparaître l'identité de la cible et d'amener des rivalités internes
-Rationalisation pour la réorganisation par suppression d'emplois	→ -Mécontentement des employés et des syndicats
-Identifier et gérer les conflits potentiels	→ -Perte de temps et d'argent si les conflits sont nombreux et délicats
-Uniformiser les pratiques	→ -Risque de paralyser toute sorte d'initiative

3.3.1.3 Intégration de type symbiotique

Dans certains cas, les entreprises visent à travers les F&A, à renouveler leurs compétences en recherchant de nouveaux avantages concurrentiels. Dans cette perspective, elles chercheront à acquérir des cibles susceptibles de développer des innovations conjointes afin de s'adapter et survivre aux changements rapides qui nécessitent des renouvellements managériales et commerciales.

Lorsque les deux besoins (d'autonomie de la cible et interdépendance entre les deux entités) sont élevés, l'enjeu sera plus grand et plus délicat à relever. Il faut dans ce cas, étudier les interdépendances stratégiques visant la création de valeur en prenant en compte les exigences contradictoires de l'entreprise acheteuse d'une part

et de la cible d'autre part. Chacune tendra à conserver sa culture et c'est cela qui fait qu'une telle intégration est très difficile à gérer. Les objectifs, les principes et les conditions sont différents ainsi que les risques qu'ils entraînent.

Tableau 3.8 : Caractéristiques de l'intégration par symbiose

Objectifs de gestion propres à une intégration par symbiose	Principes propres à une intégration par symbiose	Avantages pour l'acquéreuse et la cible
<ul style="list-style-type: none"> -Régénérer l'activité -Innover 	<ul style="list-style-type: none"> -Objectifs non définis au préalable -Innovation conjointe -Diversité culturelle -Préserver l'équilibre entre autonomie et interaction -Confiance mutuelle -Capacité à gérer les pressions 	<ul style="list-style-type: none"> -Accepter les erreurs -Préserver son identité -Conserver sa culture -Création d'avantages nouveaux et distinctifs

L'intégration symbiotique suppose l'existence de certaines conditions pour être menée à terme. Ces dernières renferment des risques non négligeables qu'il faut observer pour pouvoir les éviter ou les gérer s'ils ont lieu.

Tableau 3.9 : Conditions et risques relatifs à l'intégration par symbiose

Conditions	Risques
-Relations de coopération	→ Risque de stagner dans le statut quo
-S'appuyer sur un système d'autorité unique et clair	→ Risque de résistance
-Respect des particularités culturelles et organisationnelles	→ Risque de perte de personnel clé et de compétences spécifiques
-Délimitation des frontières de la firme	→ Risque de concurrence interne
-Développer une compréhension mutuelle en améliorant l'apprentissage organisationnel et le transfert de compétences	→ Coûts élevés en formation du personnel
-Adhésion globale au projet	→ Non compréhension de certains membres et réactions négatives.

Les travaux de Cartwright et Cooper (1994), rejoignent ceux de d'Haspeslagh et Jemison (1991) notamment sur l'intégration de rationalisation et l'intégration symbiotique. Les auteurs qualifient la première d'une situation où l'entreprise acquéreuse se veut dominatrice et rééducatrice de la cible. Elle la restructure à son image. Selon eux, le deuxième type d'intégration s'éloignerait d'une logique de confrontation et s'appuierait sur la complémentarité des entreprises reposant sur un respect mutuel. Les deux entités travaillent ensemble et partagent leurs compétences.

La nouvelle entité doit formuler sa stratégie d'intégration selon le cas. Si les entreprises servent deux marchés différents, mieux vaut laisser chacune conserver sa culture. Si au contraire, l'intégration est complète, il vaut mieux créer une culture composite mettant en relief les meilleurs éléments de chacune des deux cultures.


3.3.2 Les sources de risque propres à la phase d'intégration

Étant donné que cette phase est très importante dans l'opération de F&A, elle entraîne de nombreux risques. Ce constat est évident car l'équilibre de l'entreprise acquéreuse ainsi que celui de la cible sera bouleversé.

Les risques et leur intensité seront différents selon le type et le degré de l'intégration. Par exemple, si l'intégration est totale et que l'entreprise acquéreuse absorbe complètement la cible, la réorganisation chamboulera sa structure. Les employés seront anxieux, inquiets et ressentiront un fort sentiment d'incertitude à cause de la nouvelle répartition du pouvoir et des tâches. Cela entraîne des résistances aux changements parfois difficiles à gérer.

Plus le degré de risque est élevé, plus il entraîne des problèmes de grandes envergures. Le risque peut être élevé, moyen ou faible. Selon ce degré, l'impact du risque sur l'entreprise va varier de faible à fort entraînant ainsi des problèmes spécifiques à chaque situation. Par exemple, lorsque le risque encouru par l'entreprise nouvellement créée est élevé, il aura un impact important sur la performance de l'entreprise. Il peut causer des blocages juridiques, la perte de clients majeurs ou encore des répercussions négatives sur les coûts. C'est pourquoi, l'entreprise doit faire attention aux différentes sources de risques afin de mesurer l'impact et élaborer stratégies, des tactiques ou encore des scénarios pour y faire face.

Figure 3.7: Évaluation des risques liés à la fusion



Degré du risque	Problèmes
Élevé	<ul style="list-style-type: none">•Blocage juridique de la fusion•Perte de clients majeurs•Impact non quantifiable sur les coûts
Moyen	<ul style="list-style-type: none">•Impact majeur sur les coûts•Difficulté significative de mise au point•Friction avec la clientèle
Faible	<ul style="list-style-type: none">•Impact mineur sur les coûts•Mise au point identifiée et acceptable•Impact limité

Source: d'AT. Kearney, 2001

Quelques soit le style de management de pour lequel a opté une entreprise après la fusion ou l'acquisition, elle fera face à de multiples risques. On étudiera dans ce qui suit les sources de ses risques et on proposera à la fin quelques pistes pour les éviter.

On distingue plusieurs risques :

3.3.2.1 Domination abusive

Suite à une opération de F&A, certains dirigeants arrogants, convaincus de la supériorité de leur management, sanctionnent la mauvaise gestion de la cible. Selon eux, le style de gestion de la cible est inefficace et c'est en imposant leur style à eux que la nouvelle entité aura du succès. Cela est vrai si leur analyse est fondée sur des faits réels et palpables mais si l'unique base de leur jugement provient de leurs ego personnels, l'opération peut être vouée à l'échec.

Dans le cadre de cette arrogance managériale, les qualités de la cible sont niées ainsi que le rôle que joue le personnel dans son fonctionnement.

« There is a significant but not complete overlap, a common culture is essential. But imposing the acquiring company's culture on the target obliterates the distinctive traits that have made the acquired company successful in the first place. » (Vestring, King, et Rouse, 2003.)

Cela représente un manque à gagner pour l'entreprise acheteuse dans la mesure où, elle perd des opportunités prêtes à être exploitées pour créer de la valeur.

C'est ce type de comportement qui provoque les réactions négatives de la part du personnel de la cible. Ces derniers, sont démotivés, ne sont pas impliqués et perdent confiance. Une atmosphère pareille ne représente pas du tout un terrain favorable pour l'intégration et la réalisation des synergies entre les deux entités. Au contraire, elle envenimera la situation et la complique d'avantage.

3.3.2.2 Sous estimation de la phase d'intégration

La taille et l'importance de la transaction font parfois que les dirigeants se focalisent sur la phase d'acquisition proprement dite. L'aboutissement à un bon accord durant la phase de négociation est l'enjeu le plus important pour eux. Ces dirigeants oublient que le premier enjeu est la réalisation de l'opération mais que le plus important c'est de la mener à terme et d'atteindre les objectifs fixés à la phase stratégique. La conclusion de la transaction n'est que le début et tout le mérite vient de la réalisation des effets escomptés du regroupement.

Cette rupture vient du fait que le ou les responsables de l'opération prennent les décisions sans consulter les cadres opérationnels. On leur communique tardivement les instructions ce qui rend leur tâche difficile. Ils sont pris au piège en quelques sortes entre les décisions de la haute direction d'une part et les attentes du personnel d'autre part. Cette situation cause des dysfonctionnements importants qui

entravent la phase d'intégration tel que le non respect des échéances, l'augmentation du stress et de l'anxiété des employés.

3.3.2.3 Rigidité du processus

On a vu que l'entreprise opte pour un type de management particulier pour gérer l'opération de F&A. Parfois, cette étape est tellement planifiée et préparée minutieusement dans le moindre détail, que certains dirigeants s'emprisonnent dans ce cadre. Or, dans la pratique, les événements changent et l'entreprise doit s'y adapter. Une démarche claire, précise mais statique et rigide, n'est plus appropriée au contexte actuel.

3.3.2.4 Rationalisation excessive des actifs

Si l'entreprise acquéreuse impose des mesures de rationalisation excessive des actifs de la cible, cette dernière, perdra ses capacités de développement et d'innovation. Cela a pour conséquence la destruction de certaines de ses compétences existantes ou l'empêcher d'en développer d'autres.

L'impact négatif d'une rationalisation excessive est illustré par l'exemple des banques First Interstate (FI) et Wells Fargo. Le rachat de FI par Wells Fargo en 1996 s'est traduit par une diminution considérable du volume de clients de FI, suite à la décision de Wells Fargo de fermer le réseau d'agences FI (considéré comme faisant double emploi), provoquant le départ de 75 % des 500 cadres supérieurs de cette banque. Dans cet exemple, la fusion n'a pas réalisé les objectifs escomptés de réduction des coûts et a même provoqué une baisse du chiffre d'affaires, parce que Wells Fargo a tenté de remplacer les services bancaires de FI, axés sur le relationnel, par ses propres services, axés sur les transactions, en transférant les clients des agences traditionnelles de FI vers des antennes automatisées plus petites, implantées dans les supermarchés. Conséquence, de nombreux clients de FI ont

migré vers la concurrence, et la banque FI a finalement été revendue en 1998 à Norwest (Minneapolis).

3.3.2.5 Des synergies potentielles non réalisées

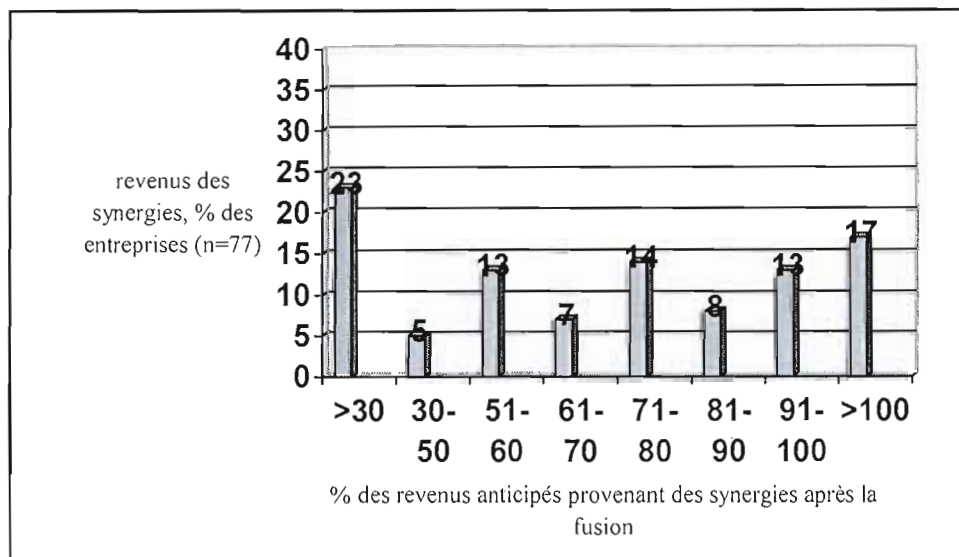
Les synergies potentielles peuvent se révéler impossibles à réaliser. Les causes sont multiples :

-La surestimation

Dans certains cas, les synergies prévues ne se sont pas réalisées. Les managers les surestiment alors qu'elles se révèlent impossibles à mettre en place.

La règle d'or pour créer de la valeur est de se concentrer sur la croissance et non pas sur les synergies d'efficacité faute de quoi, elle peut être prise dans une spirale de contre productivité.

Graphique 3.2 : 70% des fusions ne réalise pas les synergies anticipées



Source: McKinsey postmerger management survey, 2002

-Les opérations hostiles et/ou visant des groupes en difficulté

Le caractère hostile de l'opération entrave la réalisation des synergies prévues. La cible manifesterà des résistances de toutes natures afin de rejeter

l'entreprise acquéreuse qui la considère comme un ennemi plutôt que partenaire. Pechiney n'a ainsi jamais réussi à remettre à flot la firme américaine American Can et a décidé, en 1999, d'abandonner après dix années d'efforts. Les différences culturelles et nationales n'ont fait bien sûr qu'amplifier ces difficultés.

-Les mesures antitrust

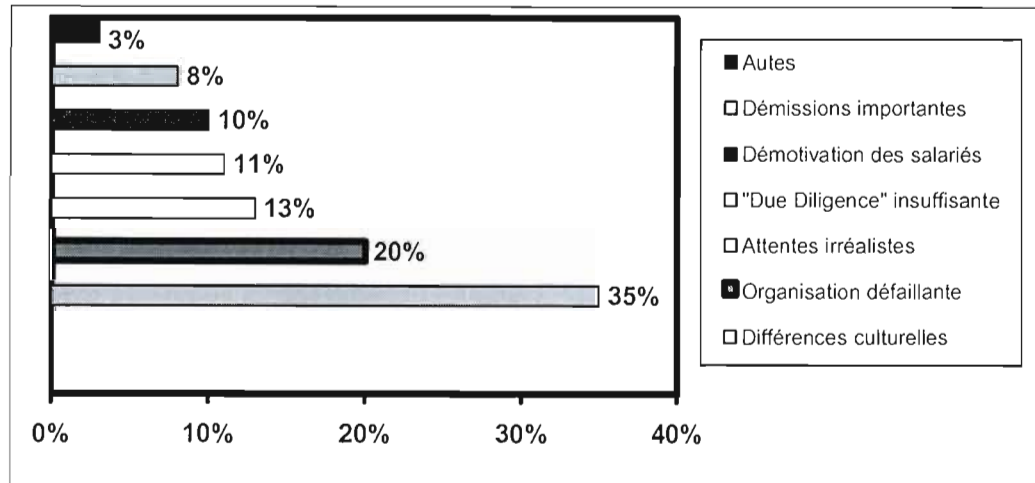
L'intervention des autorités antitrust peut parfois rendre beaucoup plus problématique la mise en œuvre des synergies. Elles imposent des conditions pour accepter l'opération comme la cession de certaines activités pour lesquelles la nouvelle entité aurait pu abuser de sa position dominante. Par exemple, la fusion entre les deux firmes américaines MCI WorldCom et Sprint dans le secteur des télécommunications n'a finalement été acceptée que sous la condition de la cession des activités Internet en Europe et de téléphonie longue distance aux États-Unis.

3.3.2.6 Risque culturel

« Dans une période où il ne s'agit pas seulement de s'appuyer sur la peine des hommes mais de mobiliser leur imagination et leur enthousiasme, le management doit plus que jamais se préoccuper de la légitimité des approches qu'il met en œuvre aux yeux de ceux dont il cherche à obtenir le concours ». (D'Iribarne, 2000)

Les différences en termes de culture d'entreprise représentent l'un des problèmes majeurs qui rend la phase d'intégration très difficile à gérer. Les deux entités réunies peuvent avoir des modes d'organisation et des méthodes de travail très différentes. Il est alors impossible de les concilier et de s'entendre sur la répartition des tâches.

Graphique 3.3 : Les principaux motifs d'échec des processus d'intégration (en % des personnes interrogées)



Source : option finance, 1999

« Behavior that produces great results in one organisation could be disastrous at another » (Krattenmaker, 2000)

C'est ce constat que les dirigeants doivent garder en vue tout au long de la phase d'intégration. Pour répondre à la question de la culture à choisir pour la nouvelle entité, Tom Krattenmaker propose dans son article un modèle à quatre facettes:

- Le modèle structurel : (une usine)
- Le modèle qui prend en compte les ressources humaines; (une famille)
- Le modèle symbolique (un temple)
- Et le modèle politique (une jungle)

Chapitre III- Les opérations de fusions-acquisitions : étapes, risques et facteurs de réussite

Ce conflit de culture d'entreprise est d'autant plus important lorsque les entreprises sont de nationalités différentes ou appartiennent à des secteurs différents.

Ce problème ne prend pas son ampleur au début de l'opération car à ce moment là les motivations sont souvent stratégiques et financières. Les différences culturelles ne surgissent qu'en phase d'intégration, lorsque les deux entités sont réunies et affrontent la réalité de la confrontation.

Les problèmes culturels sont dus au fait qu'il y a de la difficulté de supprimer la culture de l'entreprise acquise. Le système de croyance et le noyau de valeurs des employés proviennent de la culture de leur ancienne organisation. La culture de la cible est perpétuée par ses membres qui tendent à créer un univers idéaliste. Les F&A sont souvent vécues par les membres comme des injustices ou des sanctions. Ces derniers ont plutôt tendance à garder en mémoire la période où il y a eu des manifestations positives dont ils sont fiers.

Meier et Schier (2003), proposent une grille de la nature du risque qui peut survenir selon les types de culture de l'entreprise initiatrice d'une part et de la cible d'autre part.

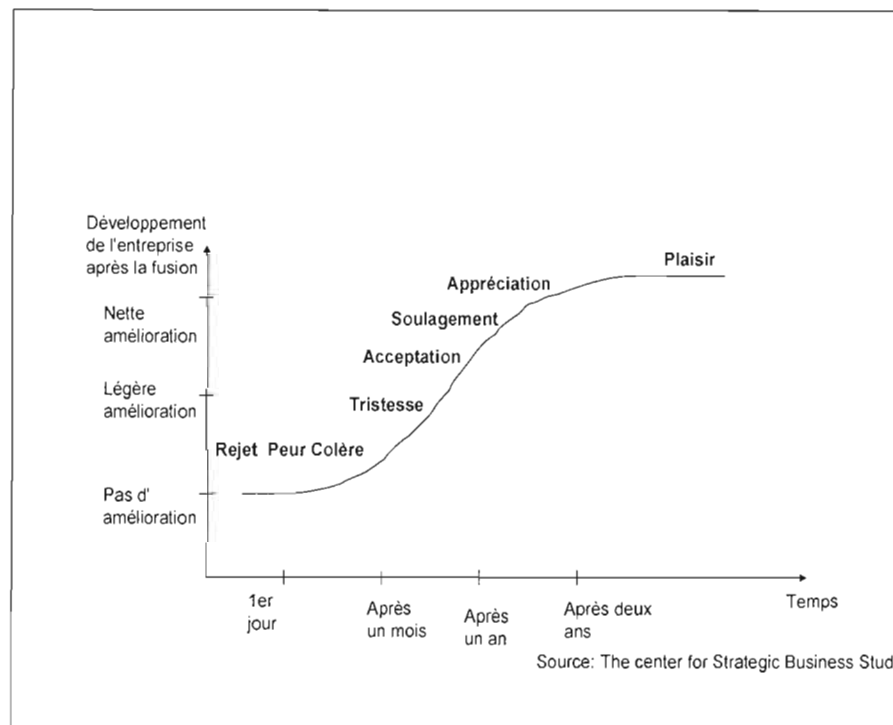
Tableau 3.10 : Exemples de conflits selon la culture

Types de conflits entre la culture de l'entreprise acquéreuse et celle de la cible	Nature du risque
Culture hiérarchique/ participative	-Répartition du pouvoir
Culture centralisée/ décentralisée	-Le mode de fonctionnement -L'autonomie accordée aux unités
Culture conservatrice/ entrepreneuriale	-Importance des informations -la créativité, l'innovation -Les critères de performance
Culture procédurière/ informelle	-Les moyens et les mécanismes de contrôle et de coordination
Culture gestionnaire/ opportuniste	-L'horizon de la politique de croissance -Les critères de performance et -la gestion stratégique

Adapté de Meier et Schier (2003)

Les employés craignent la perte de leur statut et la charge de travail énorme suite au départ de certains membres du personnel. Ils sont anxieux du fait de la lutte acharnée pour la survie et les retombées qui peuvent affecter leur vie privée. Cela est souvent la conséquence d'un manque de transparence sur les objectifs de l'entreprise.

Figure 3.8 : Comportement au cours d'une fusion



3.3.2.7 Les problèmes de mandat

Il existe des situations où les motivations des actionnaires diffèrent de celles des dirigeants. Une acquisition peut être jugée différemment selon les deux parties. La disparité de ces incitations s'explique par de multiples raisons.

Les dirigeants sont attirés par les entreprises plus larges soit parce qu'ils attachent directement de l'importance à la taille de la société, soit parce que leur rémunération est liée à celle-ci. Certains économistes prétendent même que des

dirigeants pourraient chercher à garder un pied ferme dans leur entreprise en défendant des acquisitions qui les rendraient irremplaçables.

3.3.2.8 Le rôle du conseil d'administration

Les erreurs commises par les dirigeants (manque de connaissance ou les erreurs de jugement) constituent un facteur de risque majeur dans les opérations de rapprochement. Les responsables de l'opération se basent souvent sur les informations fournies soit :

- Par leurs subordonnés qui ont intérêt à dire au PDG ce qu'il a envie d'entendre plutôt que ce qu'ils pensent réellement;
- Soit par les banques d'affaires, les juristes et les consultants qui souhaitent aussi que l'acquisition se fasse parce qu'elle leur rapporte davantage d'honoraires.

Cependant, en règle générale, il ne possède pas suffisamment d'informations pour exercer un jugement fort et indépendant sur la transaction suggérée.

3.3.2.9 La communication

Les opérations de F&A mettent en relation des acteurs aux attentes complexes et diversifiées. C'est pourquoi, à cette phase, la communication représente un défi majeur. Bien qu'elle soit primordiale, la communication est souvent négligée. Le manque de communication sur les raisons de l'opération de F/ A par les entreprises qui absorbent l'un de leurs concurrents, peut engendrer la perte de gros clients. Selon une étude d'AT. Kearney, sur 115 entreprises, 86% reconnaissent ne pas assez communiquer. (Dumarest, de Villiers, Wilfrid, 1999).

La communication doit être souple. Elle doit se baser sur différents canaux. Le risque qu'on note souvent est le fait que l'entreprise acquéreuse veut véhiculer son message en l'imposant et non pas en le faisant accepter et intégrer par tous.

Le plan de l'intégration, les enjeux, les risques doivent être communiqués régulièrement et alignés avec les attentes des différentes parties prenantes. La communication doit être contrôlée par les managers. Elle doit être planifiée soigneusement et soutenue par un investissement et un engagement personnel.

Le responsable de la communication doit déterminer la direction vers laquelle il veut s'acheminer, s'entourer des personnes capables de guider le personnel pendant cette phase et engager les ressources nécessaires.

Dans certains cas, les entreprises accordent suffisamment d'attention à la communication, définissent les objectifs, engagent les ressources nécessaires mais omettent de suivre les résultats. Les messages peuvent être déformés, c'est pourquoi, il est nécessaire de recueillir les réactions pour faire les ajustements à temps.

Il faut contrôler la diffusion de l'information et le développement de rumeurs, pour promouvoir le changement, pour vaincre les résistances et pour mobiliser les employés autour d'une nouvelle culture.

La planification de la communication revêt d'une grande importance pour assurer un bon échange d'informations entre la direction et les employés

3.3.2.10 L'écart de taille

Plusieurs études démontrent que les entreprises ayant des tailles comparables, rencontrent des problèmes importants dans la phase d'intégration notamment dans le cas où on veut combiner les deux organisations. Les deux entités seront en rivalité pour définir le profil de la nouvelle entité et la répartition du pouvoir. Quand

une des parties est de plus grande taille, elle pourra absorber plus facilement la deuxième.

3.3.2.11 La répartition du pouvoir

Deux constats importants sont à surveiller lors de la répartition du pouvoir notamment la réaction des salariés et le départ des cadres et dirigeants.

a- La réaction des salariés

La réaction du personnel de la cible est une dimension non négligeable que l'on doit prendre en considération lors de toute F&A. Une opération hostile provoque souvent des réactions négatives des salariés qui peuvent empêcher la conclusion de la transaction. Dans le cas de l'OPA hostile de Promodès sur Casino, les salariés ont perçu l'opération comme une atteinte à l'identité et à l'intégrité de leur entreprise. Cela a engendré leur mobilisation et l'interruption de l'opération.

b- Le départ des cadres et dirigeants

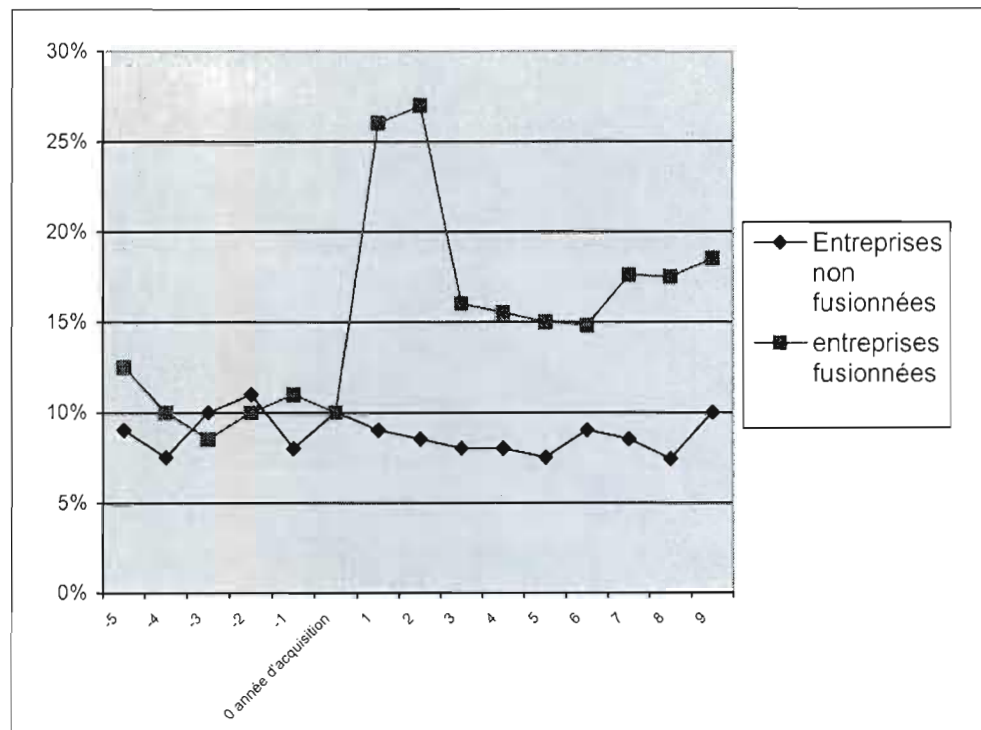
Le départ des cadres et dirigeants de la cible, entraîne une perte de compétences et d'expérience pour la nouvelle entité et une démotivation du personnel restant qui perd ses leaders. Cette déstabilisation est causée par le fait que la nouvelle entité aura besoin d'une seule équipe dirigeante et non pas de deux. Il est très rare qu'une F&A ait lieu sans heurter l'un des dirigeants. Par exemple, lors du regroupement Daimler –Benz et Chrysler, il a été convenu que Jürgen Schrempp prenne les rennes de l'ensemble de la nouvelle entité après le départ de Robert Eaton, dirigeant de Chrysler.

« Le choc entre deux systèmes trop éloignés peut dès lors entraîner le départ de certains dirigeants ou cadre de l'entreprise acquise refusant l'interprétation collective des décisions de la nouvelles direction.» (Meier et Schier, 2003).

Une étude sur 12 000 cadres exécutifs dans un échantillon de 473 compagnies (formé par des compagnies qui ont fait des F&A et d'autres n'ayant pas fait) sur une

période de 15 ans, a démontré que le taux de rotation des exécutifs est presque trois fois plus important dans les compagnies qui ont procédé à une F&A. (Krug, 2003)

Graphique 3.4 : Taux de rotation des cadres exécutifs après la fusion



Source: Krug, Harvard Business Review, 2003

3.3.2.12 Divergence des systèmes de rémunération

Ayant des aspects sociaux et des conventions collectives souvent différents, les entités font face aux problèmes salariaux. Unifier et harmoniser les conventions collectives nécessite un grand effort pour l'entreprise absorbante. Les déséquilibres salariaux et les différences des grilles de rémunération sont difficiles et délicats à gérer. Le niveau de rémunération en Europe et aux États-Unis est très différent. Dans le cas du regroupement Daimler – Benz et Chrysler, Jürgen Schrempp percevait 2 millions \$ alors que Robert Eaton touchait 11 millions \$ en 1997.

3.3.2.13 Problème de leadership

Durant l'étape d'intégration, l'établissement d'une équipe de direction est indispensable. Il faut agir vite pour avancer le processus et éviter une vacance du pouvoir.

Environ 39% de l'ensemble des entreprises ne parviennent pas à désigner rapidement une équipe de direction et rencontrent de ce fait de nombreux problèmes. (Habeck, Kröger et Träm, 2001)

Si le leadership n'est pas en place, la vision de l'entreprise sera inutile et inefficace. Les réactions de panique des employés sont souvent le résultat de ce retard. Cela accentue l'incertitude et fait naître les rumeurs.

La désignation d'un leader est souvent problématique et peut aboutir à l'interruption de l'accord. En 1998, Monsanto et Amercian Home Products ont annoncé une fusion de 35 milliards \$ et l'on annulé car il y a eu une lutte de pouvoir entre les PDG respectivement Robert Shapiro et John Stafford.

3.3.2.14 La quête des gains rapides

Les entreprises ont tendance à chercher des gains rapides à court terme. Pour y parvenir, elles recourent souvent à une suppression immédiate du personnel ou la fermeture d'usines. Or ce que les entreprises oublient souvent est que ce type de décision a un effet boomerang et se transforme rapidement en pertes énormes.

Ces choix sont souvent nécessaires pour impressionner les parties prenantes. Mais ils sont généralement publicisés et sur médiatisés. Cela peut se retourner contre l'entreprise de part la connotation négative et la démotivation qui l'accompagne.

Généralement, les gains rapides pour les partenaires ne signifient pas la même chose pour les salariés.

Le 03/ 09/ 2001, Hewlett-Packard (HP) a annoncé son offre d'achat de Compaq. Un mois après (le 03/ 10/ 2001), HP prévoit la suppression de 7000

emplois avant l'acquisition et après la transaction, les deux firmes ont prévu la suppression de 10% de leurs effectifs (site web de HP).

Tableau 3.11: Risques de la phase d'intégration et pistes pour les gérer

Sources de risques	Gestion
Domination abusive	<ul style="list-style-type: none"> - Instaurer une communication institutionnelle mettant en relief les qualités de la cible; - Impliquer les membres de la cible dans le management de l'intégration.
Sous estimation de la phase d'intégration	<ul style="list-style-type: none"> - Assurer une continuité du processus; - Designer des acteurs de liaison responsables de la transition entre la négociation et l'intégration.
Rigidité du processus	<ul style="list-style-type: none"> -Flexibiliser le processus; - Intégrer dans le plan d'acquisition initial des solutions de rechange; - Laisser des occasions d'ajustement et de réorientation en cas de changement de conjoncture.
Rationalisation excessive des actifs	<ul style="list-style-type: none"> - Se fixer la limite à partir de laquelle la rationalisation des actifs se transformera en destruction de valeur.
Des synergies potentielles non réalisées	<ul style="list-style-type: none"> - Opter pour des synergies réalisables, analysées et dont la faisabilité est bien étudiée sous les contraintes des mesures antitrust par exemple.
	<ul style="list-style-type: none"> - Évaluer ce risque lors de la phase stratégique;

Chapitre III- Les opérations de fusions-acquisitions : étapes, risques et facteurs de réussite

Risque culturel	- Intégrer les variables culturelles dans le diagnostic.
Les problèmes de mandat	Définir les mandats des dirigeants impliqués dans l'opération en fonction des seuls intérêts stratégiques financiers et organisationnels de l'entreprise.
Le rôle du conseil d'administration	Affiner les mécanismes de gouvernement d'entreprise à travers, notamment, des conseils d'administration plus indépendants.
La communication	Le message doit être stimulant, positif et convaincant; - La communication doit être faite avec toutes les parties prenantes aux niveaux interne et externe.
L'écart de la taille	- Opter pour de petites entreprises afin de faciliter l'absorption
La répartition du pouvoir	- Surveiller et étudier la réaction du personnel de la cible; - Répartir le pouvoir de manière à ne pas perdre les cadres et les compétences clés de la cible.
Divergence des systèmes de rémunération	- Unifier les systèmes de rémunération sur une base qui satisfait et motive les membres des deux entités.
Anxiété et inquiétude des employés	- Déterminer les responsabilités réciproques et le contenu de l'information (information précise, un message adapté au personnel et au public)
Sentiment d'incertitude	- Pertinence de l'information
L'acheteuse a une image négative aux yeux du personnel de la cible	- Essayer d'améliorer la qualité de l'annonce de la transaction pour infirmer la première impression

Manque d'information sur la gestion opérationnelle de la cible	- Une bonne évaluation de la cible et une analyse exhaustive de sa situation passée et présente
Perte de repères et d'identité	- Plan d'intégration impliquant les nouveaux membres dans le processus
Impacts sur l'efficacité des employés	- Système de motivation et une bonne communication des objectifs
Problème de leadership	- Mettre en place un organigramme avant la signature du contrat final
La quête des gains rapides	Définir les gains rapides en fonction des besoins en termes d'adhésion pour identifier l'ampleur de l'action à entreprendre

3.4 Conclusion

À travers les F&A, les entreprises tentent de passer à un échelon supérieur. Cependant, il existe tant de déboires attribués soit à un mauvais choix de partenaire ou encore aux difficultés rencontrées lors de l'intégration.

Afin d'harmoniser la nouvelle entité, l'accent est mis sur le fossé existant entre les deux entreprises ayant des modes de fonctionnement très différents, voire incompatibles (leadership, culture, structure, technologie, système de gestion et de communication) et sur les moyens de le combler ou d'en minimiser les effets.

Tableau 3.12 : grille étapes /risques

Étapes	Phase stratégique	Phase de négociation	Phase d'intégration
Risques	- Les rumeurs	- Éviter que la conclusion de l'accord soit l'unique objectif	- Domination abusive
	- La subjectivité du choix	- L'hypothèse d'hubris	- Sous estimation de la phase d'intégration
	- Suivre la tendance	- Un prix trop élevé	- Rigidité du processus
	- La précipitation	- La pression	- Rationalisation excessive des actifs
	- Confiance démesurée accordée aux intervenants externes	- Refus d'arrêter le processus	- synergies non réalisées
			- Risque culturel
			Les problèmes de mandat
	- La surévaluation ou la sous évaluation de la cible		Le rôle du conseil d'administration
			La communication
			L'écart de la taille
La répartition du pouvoir			
Divergence des systèmes de rémunération			
Anxiété des employés			
Sentiment d'incertitude			
L'acheteuse a une image négative aux yeux du personnel de la cible			

Chapitre III- Les opérations de fusions-acquisitions : étapes, risques et facteurs de réussite

			Manque d'information sur la gestion opérationnelle de la cible
			Perte de repères et d'identité
			Impacts sur l'efficacité des employés
			Problème de leadership

Chapitre IV

Choix des variables et des unités de mesure

Introduction

À travers ce chapitre, on va essayer de dresser la liste de nos variables et des unités de mesure. La littérature propose une liste non exhaustive des variables qui peuvent affecter la performance de l'entreprise après une fusion ou une acquisition; ainsi, des dizaines de variables se sont révélées plus ou moins significatives suite aux études empiriques qui les accompagnent.

Les variables qui reviennent souvent sont : le niveau de diversification, le niveau d'endettement de l'acquéreuse, l'efficacité de la communication, la vitesse de l'intégration, la performance de la cible, le timing de l'acquisition, la munificence, l'environnement de la firme, la prime d'acquisition, la culture, la taille de la cible, le niveau de concentration de l'industrie. On remarque qu'il y a des variables qualitatives et des variables quantitatives. Ces dernières cumulées permettent d'expliquer la performance des entreprises après la F&A. Cependant, il est difficile dans le cadre de ce travail de se procurer les données nécessaires pour les mesures notamment pour les variables qualitatives (niveau d'intégration, de communication...). Sous ces contraintes, on a donc choisi de traiter cinq variables qu'on a jugé pertinentes soit :

1. La diversification;
2. Les différences culturelles;
3. Le prix de la transaction ou la prime d'achat;
4. La taille relative des entreprises;
5. L'expérience en acquisition.

Chapitre IV- Choix des variables et des unités de mesure

On commence par examiner la littérature afin de voir de plus près les méthodes et les techniques qu'ont utilisé les chercheurs pour mesurer ces variables. On verra également que les résultats peuvent diverger dans certains cas et que les études empiriques faites n'aboutissent pas forcément aux mêmes résultats. On choisira par la suite la méthode retenue pour mesurer ces variables dans le contexte de ce travail. On présentera après notre échantillon (ou nos), les résultats obtenus suite aux corrélations et l'interprétation de ces dernières.

4.1 Variable « diversification »

Les entreprises disposent de différentes stratégies afin d'assurer leur croissance et réduire l'incertitude entourant leur activité et leur marché et les risques liés aux produits ainsi que le caractère cyclique de l'industrie dans certains cas.

Tout d'abord il faut faire la distinction entre diversification reliée et diversification non reliée et souligner la différence entre elles.

Rumelt (1974, 1982), donne une bonne classification de la diversification. Il propose 4 niveaux de diversification à travers une catégorisation subjective. Il s'agit de classer les entreprises selon un ratio de spécialisation (les ventes des plus grands segments divisés par le total des ventes) puis elles sont classées selon quatre catégories : single, dominant et diversifié (reliée et non reliée). Le tableau suivant donne les seuils à partir desquels une diversification est jugée reliée ou non.

Tableau 4.1 Stratégies globales de diversification

Degré réduit de diversification	« Single business »	> 95% des revenus proviennent d'une seule activité (une unité stratégique)
	« Dominant business »	Entre 70% et 95% des revenus proviennent d'une seule activité (une unité stratégique)
Degré moyen de diversification	Diversification reliée	<70% proviennent d'une seule activité (une unité stratégique). Plusieurs autres activités dans d'autres secteurs/industries/marchés géographiques qui partagent des ressources, actifs, technologies, etc.
Haut degré de diversification	Diversification non reliée	Activités dans différents secteurs non reliés (aucune synergie entre les unités stratégique

Source : Rumlet, 1974

Les études de Rumlet (1974, 1982) démontrent que la diversification a un impact négatif sur le ROE de l'entreprise, (-0.19; $p < 0.10$).

Indépendamment de la nature de la diversification (reliée ou non reliée) plusieurs études ont été mené sur ce sujet.

Généralement, les recherches sur la performance après l'acquisition révèlent que la diversification a un impact négatif. Le fait que les secteurs respectifs de l'entreprise acquéreuse et de la cible soient reliés augmente les chances de succès de la transaction et appuie la performance (Salter et Weinhold, 1979, Lubatkin 1983, Datta, 1991).

Plusieurs auteurs ont étudié la relation entre la diversification et la performance à travers l'étude des économies d'échelle et d'envergure (Salter et Weinhold, 1979, Lubatkin, 1983, Datta, 1991, Williamson, 1981, Porter, 1980).

Singh et Montgomery (1987), ont démontré que les actionnaires gagent plus quand les F&A sont reliées, autrement dit, quand l'acquéreuse et la cible appartiennent au même secteur d'activité. Shelton (1988) rejoint ce qu'ont démontré Singh et Montgomery (1987) et affirme que les F&A créent plus de valeur en absence de diversification.

Morosini et al. (1998). ont étudié la performance des acquisitions transnationales à travers la croissance des ventes des entreprises en question après la transaction. L'échantillon comprenait 52 entreprises dans 10 pays différents. La diversification a été mesurée selon l'appartenance des entreprises à un secteur ou un autre. Si elles opèrent dans le même, ils accordaient 1, si c'est le contraire, alors, ils accordaient 0. L'étude démontre une corrélation positive entre la non diversification et la performance mais l'effet n'est pas significatif.

Selon Markides et Williamson (1996), la diversification est mesurée par le degré de similitude des actifs stratégiques. C'est-à-dire, plus, l'acquéreuse et la cible possèdent des actifs stratégiques semblables, plus elles sont reliées. Les auteurs affirment que si c'est le cas, les deux stratégies seront complémentaires et seront sources de création de valeur.

D'après les recherches de Tera Allas et Keith Leslie (2001), la diversification détruit la valeur car les managers se concentreront sur les résultats financiers à court terme pour montrer que la transaction est bénéfique pour les actionnaires et oublieront ainsi la performance et la croissance à long terme.

Kusewitt (1985), a démontré que le fait d'acquérir une entreprise du même secteur augmente les chances que la F&A génère la performance attendue. Cependant, la relation entre le degré de similitude de leurs activités et la performance est relativement faible. Elle explique seulement 2,1% de sa performance sur le marché financier.

Berger and Ofek (1995) ont développé une méthodologie pour comparer les valeurs des conglomérats. Ils comparent la valeur des segments avant et après la formation du conglomérat. Bodnar, Tang, et Weinthrop (1998) ont utilisé la même méthodologie et ont démontré que la diversification a un impact positif dans le sens où elle procure au conglomérat une prime.

C'est le cas de International Telephone and Telegraph (ITT's), une entreprise de télécommunications qui a choisi la diversification par l'acquisition de firmes profitables dans les secteurs de l'informatique, la location de voiture, la construction et l'hôtellerie.

Contrairement à ces derniers, et en utilisant la même méthode, le même échantillon et sur la même période, Denis, Denis, et Yost (2002), ont démontré que

la diversification diminue la valeur du conglomérat (discount). Ils ont trouvé que le coût de la diversification est supérieur aux bénéfices potentiels qu'elle peut générer.

Christophe et Pfeiffer (1998), Click et Harrison (2000), et Kim et Pantzalis (2003) ont abouti au même résultat.

Pour les fusions domestiques, Morck, Shleifer et Vishny (1990), ont démontré que la réaction des titres après l'annonce de la transaction est moins importante lorsque les entreprises impliquées appartiennent à des secteurs différents.

Selon *David R. King et John D. Driessnack* (2003), la diversification est mesurée par le degré de correspondance entre les quatre premiers chiffres du SIC code de l'entreprise acquéreuse et la cible. Une acquisition est non reliée lorsque la séquence de 4 chiffres est différente pour les deux entreprises (on attribue la valeur 0). On peut également faire la distinction entre une non diversification complète, lorsque les 4 chiffres des SIC code sont les mêmes (valeur=1) ou une diversification relative quand les 2 ou 3 premiers chiffres sur les quatre sont les mêmes.

Hoskisson, et al. (1993), utilisent la mesure entropique :

$$\text{Measure entropy} = \sum P_j \ln(1/P_j)$$

- P_j est la part du segment j dans les ventes totales de la firme
- et $P_j \ln(1/P_j / P_j)$ est le poids du segment j .

Les auteurs ont démontré que la diversification affecte négativement la performance et notamment le ROE (-0.16; $p < 0.10$).

Varadarajan et Ramanujam (1987) ont démontré que les acquisitions d'entreprises reliées révèlent une performance supérieure à celles des acquisitions d'entreprises dans des secteurs différents. Ils ont utilisé la classification par le *SIC count categorical*. (-0.15; $p < 0.10$).

Le tableau suivant présente une récapitulation des principales études qui portent sur l'effet de la diversification sur la performance des entreprises après une opération de F&A.

Tableau 4.2 : Revue de la littérature sur l'effet de la diversification sur la performance

Variable explicative	Variable à expliquer	Auteurs	Résultats
La diversification	Taux de rotation des cadres supérieurs après l'acquisition	Harald Hungenberg, Torsten Wulf et Philipp Stein	Plus il y a diversification, plus les cadres partent affectant ainsi la performance post acquisition
	La performance de l'entreprise	Salter et Weinhold, 1979; Lubatkin, 1983, Datta 1991, Williamson, 1981; Porter, 1980	La diversification a un impact négatif sur la performance
	La performance de l'entreprise	Singh et Montgomery (1987), Shelton (1988)	Les actionnaires gagent plus quand les A/F sont reliées
	La performance (croissance des ventes)	Morosini et al (1998)	L'étude démontre une corrélation positive entre la non diversification et la performance mais l'effet n'est pas significatif
	Le degré des actifs stratégiques.	Markides & Willamson (1996)	Plus l'acquéreuse et la cible possèdent des actifs stratégiques semblables, plus elles sont reliées. Et plus la performance après l'opération de F&A est bonne
	La performance de l'entreprise	Tera Allas et Keith Leslie, (2001)	La diversification détruit la valeur
		<i>David R. King et John D. Driessnack (2003)</i>	Acquérir des entreprises dans des secteurs différents de celui de l'acquéreuse a un impact négatif sur la performance et explique 2.1% de la variance de

			de la variance de performance.
Impact de la diversification sur la performance.	Kusewitt ⁵ , (1985)		La relation entre le degré de similitude de leurs activités explique 2,1% de sa performance sur le marché financier.
	Berger and Ofek (1995) Bodnar, Tang, et Weinthrop (1998)		La diversification a un impact positif dans le sens où elle procure au conglomerat une prime.
	Denis, Denis, et Yost (2002)		La diversification diminue la valeur du conglomerat (discount)
	Christophe et Pfeiffer (1998), Click et Harrison (2000), et Kim et Pantzalis (2003)		La diversification diminue la valeur du conglomerat (discount)
la réaction des titres après l'annonce de la transaction	Morck, Shleifer et Vishny (1990)		La réaction des titres après l'annonce de la transaction est moins importante lorsque les entreprises sont diversifiées.
La performance (ROE)	Hoskisson, Hitt, Johnson, & Moesel, (1993)		La diversification affecte négativement la performance (-0.16; p< 0.10)
	Varadarajan et Ramanujam (1987)		Les acquisitions d'entreprises reliées révèlent une performance supérieure à celles des acquisitions diversifiées (-0.15; p< 0.10).
ROE	Rumelt (1974, 1982)		La diversification a un impact négatif sur le ROE (-0.19; p< 0.10)

Conclusion

Après avoir examiné une multitude de travaux empiriques dans la littérature, on a vu que les résultats, les unités de mesures et les variables servant à mesurer l'impact de la diversification divergent.

On a opté pour la méthode utilisée par *King et Driessnack* (2003). Il s'agit du système de classification des industries de l'Amérique du Nord (SCIAN) compatible au système américain NAICS. Cette classification attribue un code à six chiffres à chaque industrie. On attribuera la valeur 1 lorsque les premiers trois digits des deux entreprises (acquéreuse et cible) correspondent et la valeur zéro pour les autres situations. De cette manière, on a choisi d'étudier la diversification au niveau d'un groupe industriel (selon la codification NAICS). Pour des fins de compatibilité avec l'ancienne norme de codification (SIC) qui a été remplacée par NAICS, on a nommé cette séquence de trois digits «Primary SIC codes» et la variable qui s'y rattache, «SIC».

4.2 Variable « différences culturelles »

Les fusions- acquisitions réunissent les ressources de deux ou plusieurs entités différentes dans le but d'atteindre des objectifs communs. Elles impliquent donc, l'intégration des entités associées. Ces dernières peuvent être des firmes concurrentes, des firmes reliées verticalement sur la chaîne de valeur ou des entreprises appartenant à des champs concurrentiels différents. Elles peuvent également être de même nationalité (F&A domestique) ou de nationalité différente (F&A internationales). Il est évident que si on essaie de combiner deux organisations ayant des cultures, des modes d'organisation et des méthodes de travail tout à fait différents, on pourra avoir des problèmes majeurs. Cela pourrait entraîner l'échec de la transaction ou dans certains cas la prolongation de la phase d'intégration à cause des conflits culturels internes.

4.2.1 Définition de la culture

Tout d'abord, il convient de définir le concept de culture. Les anthropologues qui ont étudié des phénomènes culturels, proposent des dizaines de définitions. Cela montre à quel point ils existent des divergences sur le sens de cette dimension. Naturellement, la définition n'est pas une fin en soi, mais elle est un point de départ qui facilite le parcours vers une meilleure compréhension des phénomènes culturels qui nous entourent (Allaire et Firsirotu, 1984).

On va retenir les définitions qui sont pertinentes pour le contexte de ce travail. En voici quelques unes :

- La culture peut être considérée comme un système de significations et d'orientations, propre à un groupe (par ex. national et organisationnel), fondé sur des valeurs spécifiques qui se traduisent en comportements. Ce système a été appris dans un contexte spécifique durant le processus de socialisation. Concernant le management, ce système culturel procure aux

individus des capacités cognitives et donc des méthodes spécifiques pour résoudre des problèmes (Hofstede 1994, 2001).

- La culture, et surtout ses *valeurs*, déterminent la « bonne » façon dont un groupe de personnes va résoudre des problèmes fondamentaux de coordination interne et d'adaptation externe (Schein, 1986, Thévenet, 1999). Ainsi, au sein d'une même organisation, des managers venant d'autres pays, régions, professions ou organisations vont prendre en compte des aspects différents et apporter des solutions *différentes* faces aux mêmes problèmes.

4.2.2 Études sur les différences culturelles

Plusieurs études proposent des réflexions et des orientations pour mieux comprendre l'influence de la culture sur la performance d'une fusion- acquisition.

Selon la culture d'origine, les postulats fondamentaux des hommes concernant le temps, l'information, la communication et la hiérarchie peuvent sensiblement diverger et par conséquent influencer les modes de fonctionnement des entreprises (Bollinger et Hofstede, 1987, Hampden-Turner et Trompenaars, 2000).

Pour expliquer ce concept, Hampden Turner (1992), a introduit la théorie des dilemmes⁶. « *Les problèmes qui se posent quotidiennement dans une entreprise prennent la forme de dilemmes. [...] Tout le champ de la culture d'entreprise est entièrement fait de dilemmes semblables. [...] Donc, le caractère le plus fondamental de la culture, c'est le dilemme lui-même.* » (Hampden-Turner, 1992). Donc, dans toutes les opérations de fusions- acquisitions, les entreprises font face à des dilemmes et elles sont tenues d'y répondre sans mettre en péril la performance de la nouvelle entité. Dans ce cas, le choix des solutions adoptées est largement influencé par le système de valeurs. La culture guide ainsi inconsciemment le choix.

⁶ Un dilemme est un couple d'énoncés apparemment contradictoires, littéralement, le mot signifie en grec « deux propositions »

Un choix unilatéral peut menacer la survie de l'organisation. C'est pourquoi le cas idéal survient quand la culture tente de concilier les deux orientations du dilemme.

Selon une étude réalisée par le cabinet de conseil en gestion KPMG, les opérations de F&A qui «tiennent dûment compte des aspects culturels augmentent de 26 pour cent leurs chances de réussite». Et plus les F&A regrouperont des entreprises de pays différents, plus les facteurs culturels prendront de l'importance.

Selon Jemison et Sitkin, (1986), dans le processus de décision qui précède une acquisition ou une fusion, il faut considérer deux types de complémentarité entre les deux organisations : la complémentarité (le «fit») stratégique et la complémentarité organisationnelle. L'élément organisationnel qui détermine le résultat d'une acquisition ou d'une fusion est la culture des organisations impliquées. Même si les aspects stratégiques indiquent que la diversification sera un succès, il se peut qu'une trop grande différence culturelle entre les partenaires réduise à rien tous ces espoirs (Wilkins, 1983).

Hofstede (1980) a développé le modèle international des dimensions de la culture. Il a utilisé les données d'un questionnaire interne proposé aux employés d'une grande entreprise multinationale (IBM) active dans 40 pays entre 1967 et 1973.

Le modèle de Hofstede inclut cinq dimensions qui permettent de distinguer les cultures nationales dans un contexte organisationnel:

- Distance de pouvoir : mesure à quel point une société accepte l'inégalité de la distribution du pouvoir dans les institutions et les organisations;

- Tendance à éviter l'incertitude : peut être caractérisée par une situation dans laquelle les membres d'une société donnée se sentent particulièrement menacés par des situations incertaines et ambiguës et y sont très sensibles.
- Individualisme/collectivisme : L'individualisme implique que les individus sont liés dans un réseau social plutôt lâche et ne sont responsables que de leur propre famille nucléaire. Par contre, le collectivisme implique que les individus font partie d'un réseau social fort où l'on fait la distinction entre «ingroup» (ceux qui appartiennent au groupe) et «outgroup» (ceux qui n'en font pas partie) tandis que tous ont une responsabilité morale envers le groupe et lui témoignent de la loyauté.
- Masculinité/féminité : La masculinité implique que les valeurs de la société reflètent des valeurs stéréotypées de tendance masculine : l'affirmation de soi, l'importance de l'acquisition des biens et l'ignorance du bien-être et de la sensibilité des autres. La féminité désigne, bien sûr, la tendance contraire.
- Orientation à long terme : il s'agit d'une mesure qui exprime l'opposition des gens aux changements des valeurs traditionnelles de la société.

Ce modèle est unique parce qu'il vient directement d'une recherche empirique. L'indice de Hofstede résultant de ce modèle est exprimé en %. Ce dernier varie donc entre 0 et 100 selon les différences notées au niveau de chacune des 5 variables.

$$\text{Hofstede distance} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^5 (S_{A,i} - S_{T,i})^2}}{5}$$

Où $S_{A,i}$ = le score de l'acquéreuse pour la dimension i et $S_{T,i}$ = le score de la cible pour la dimension i .

Dans le contexte organisationnel, Hofstede associe une masculinité élevée avec une orientation vers la performance. Quand la distance de pouvoir est peu élevée, les employés considèrent leurs supérieurs comme égaux à eux-mêmes. Une faible tendance à éviter l'incertitude se traduit par une propension à prendre des risques et à accepter le changement organisationnel. Un individualiste croit que sa relation avec une organisation est basée sur l'échange : l'employé procure autant de bénéfices à l'organisation que celle-ci ne lui en verse (salaire, assurance, retraite, statut, etc.). Par contre, le collectiviste croit que sa relation avec l'organisation a une base morale et qu'il doit à l'organisation sa loyauté.

La culture organisationnelle naît des besoins de l'individu, des mécanismes de groupe et de l'influence du leadership du fondateur de l'organisation (Ouchi, 1981, Ouchi et Jaeger, 1978, Schein, 1985). La culture surgit et est renforcée et transmise par des processus d'interaction en groupe. L'intervention d'un fondateur relativement fort est nécessaire pour donner une orientation à la culture et pour résoudre les conflits inévitables qui accompagnent la naissance et la définition des valeurs et des normes culturelles.

On s'attend généralement à ce que les résultats financiers de l'entreprise soient négatifs si on essaie d'intégrer des organisations ayant des cultures très différentes. C'est pourquoi Alfred M. Jaeger (1987), propose de faire une évaluation de la compatibilité culturelle des deux partenaires envisagés lors du processus d'évaluation de la décision de diversification par acquisition afin d'éviter les conflits culturels potentiels. Selon Schein (1985), l'important est de rassembler les données des diverses sources et d'en faire une évaluation pour arriver à une description juste de la culture.

Dans une optique d'évaluation et en adoptant plutôt le style d'un consultant en organisation, Wilkins (1983) propose de faire un «bilan culturel». Selon lui, on peut comprendre l'essentiel d'une culture organisationnelle si on se concentre sur les

valeurs et les croyances autour de l'activité de travail. Il s'agit ici de découvrir ce que signifie le travail dans l'organisation et comment il doit être fait.

L'inconvénient est que les entreprises impliquées dans des F&A ne disposent pas d'habitude, du temps pour faire une analyse aussi détaillée que celle que propose Schein. Le «bilan culturel» est plus proche des contraintes de la vie de l'entreprise.

D'après Demeure (2000), Habeck *et al.* (2001), le taux d'échec des F&A est élevé et les risques d'échec sont accentués dans les opérations transfrontalières à cause des difficultés organisationnelles qui rendent le processus d'intégration particulièrement difficile. La difficulté est accentuée par les différences culturelles entre les acteurs qui influencent les pratiques de management des entreprises et accentuent les différences entre les cultures organisationnelles (Véry, 1995).

Dans ce sens, Chatterjee *et al.* (1992), ont démontré que les problèmes d'incompatibilité culturelle ont un impact négatif sur les résultats des fusions.

Datta et Puia (1995) ajoutent que les opérations internationales ne créent généralement pas de valeur pour les investisseurs.

61% des cadres impliqués dans les plus grandes acquisitions européennes trouvent que les F&A transfrontalières sont plus risquées que les F&A domestiques (Angwin et Savill, 1997).

Morosini *et al.* (1998), Larsson et Riesberg (1998) trouvent au contraire que les F&A transfrontalières tendent à avoir plus de succès que les F&A domestiques.

Selon Cartwright et Cooper (1993), les firmes similaires ne sont pas forcément compatibles au niveau culturel. La compatibilité dépend du mode d'acculturation et le type d'intégration imposé par la firme dominante. Dans ce sens, les partenaires peuvent se mettre d'accord sur les éléments de leurs cultures

qu'il faut éliminer et ceux qu'il faut conserver et développer au sein de l'ensemble, réduisant ainsi les conflits et le stress lié à l'acculturation.

Nahavandi et Malekzade (1988, 1993) proposent deux questions :

- 1) À quel point on est lié à la culture de l'entreprise acquéreuse?
- 2) À quel point veut-on maintenir notre propre culture?

La réponse à ses questions se fait par comparaison des cultures organisationnelles respectives de l'entreprise acquéreuse et de la cible. Nahavandi et Malekzadeh affirment que plus les partenaires veulent garder leur identité organisationnelle, plus ils rencontreront des difficultés durant le processus d'intégration

Les différences culturelles sont plus importantes lorsqu'il s'agit de F&A transnationales car non seulement leurs cultures organisationnelles seront différentes mais aussi leurs cultures nationales (Schneider, 1988, Very et al., 1993).

Schein (1985) a conceptualisé les formes de cultures à travers une perspective de clinicien '*clinical perspective*' qui étudie les croyances de base versus une perspective d'ethnographe qui étudie des évidences empiriques concrètes. Il recommande d'utiliser la première perspective.

Trompenaars et Hampden-Turner (1997) classent les cultures selon sept valeurs essentielles dont certaines sont identiques aux dimensions de Hofstede :

- Universalisme versus particularisme
- Communautaire versus individualiste
- Neutre versus émotionnel

- *Defuse* versus cultures spécifiques
- Accomplissement versus ascription
- *Human- Time relationship*
- *Human-Nature relationship*

Shalom Schwartz (1992, 1994) a proposé une approche différente en utilisant son SVI” (*Schwartz Value Inventory*). Il a dressé une liste de 57 valeurs et a demandé aux répondants d’identifier celles qui sont les plus importantes pour chacun d’eux. Les données proviennent des réponses de 60.000 individus à travers 63 pays.

Tableau 4.3 : Études sur les différences culturelles

Variable	Auteurs	Résultats
Culture et différences culturelles	Bollinger et Hofstede 1987, Hampden-Turner et Trompenaars 2000.	La performance des entreprises dépend de la culture d'origine.
	Hampden-Turner 1992.	À travers la théorie des dilemmes, l'entreprise doit concilier les deux orientations du dilemme
	Une étude KPMG	Les opérations de F&A qui tiennent compte des aspects culturels augmentent de 26 % leurs chances de réussite.
	Jemison et Sitkin, 1986	Il faut considérer la complémentarité stratégique et la complémentarité organisationnelle.
	Wilkins, (1983). Alfred M. Jaeger (1987)	Faire un «bilan culturel» des deux partenaires lors du processus d'évaluation de la décision d'acquisition.
	Hofstede (1980)	Il a développé un score qui permet de comparer les différences culturelles entre les pays selon 5 dimensions
	Ouchi, 1981; Ouchi et Jaeger, 1978; Schein, 1985	Un fondateur fort peut donner une orientation à la culture et résoudre les conflits.
	Demeure 2000, Habeck <i>et al.</i> (2001).	Le taux d'échec des F&A est élevé et les risques d'échec sont accentués dans les opérations transfrontalières.
	Véry (1995).	La difficulté dans les F&A est accentuée par les différences culturelles entre les acteurs.
	Chatterjee <i>et al.</i> (1992)	L'incompatibilité culturelle a un impact négatif sur les résultats des fusions.
	Datta et Puia (1995)	les opérations internationales ne créent généralement pas de valeur pour les investisseurs.
	Schein (1986), Thévenet (1999).	Au sein d'une même organisation, des managers ayant un profil différent vont

Chapitre IV- Choix des variables et des unités de mesure

	apporter des solutions différentes face aux mêmes problèmes.
Schein (1985)	L'important est de rassembler les données des diverses sources et d'en faire une évaluation pour arriver à une description juste de la culture.
Angwin et Savill (1997).	61% des cadres impliqués dans les plus grandes acquisitions européennes trouvent que les F&A transfrontalières sont plus risquées que les F&A domestiques
Morosini et al. (1998) et Larsson et Riesberg (1998)	Les F&A transfrontalières tendent à avoir plus de succès que les F&A domestiques.
Selon Cartwright et Cooper (1993)	Les firmes similaires ne sont pas toujours compatibles.
Nahavandi et Malekzade (1988, 1993)	plus les partenaires s'attachent à leur identité organisationnelle, plus ils rencontreront des difficultés durant le processus d'intégration.
Schneider, (1988); Very et al., (1993).	Les différences culturelles sont plus importantes lorsqu'il s'agit de F&A transnationales
Schein (1985)	A conceptualisé les formes de cultures à travers une perspective de clinicien versus une perspective d'ethnographe
Trompenaars et Hampden-Turner (1997)	Proposent sept valeurs dont certaines sont identiques aux dimensions de Hofstede;
Shalom Schwartz (1992, 1994)	Utilise le SVI'' (Schwartz Value Inventory). Il a dressé une liste de 57 valeurs et a demandé aux répondants d'identifier celles qui sont les plus importantes pour chacun d'eux.

Conclusion

Tout comme pour la variable « diversification », la variable « différences culturelles » a été largement expliquée et utilisée par différents auteurs dans le but de retracer son impact direct sur la performance des opérations de Fusions & Acquisitions. Les résultats divergent. Certains auteurs stipulent que la différence entre les cultures de l'entreprise cible et de l'acquéreuse sont sources de problèmes d'intégration. D'autres auteurs démontrent au contraire que ces différences peuvent donner lieu à des synergies.

Dans notre travail, on optera pour le modèle international des dimensions de la culture de Hofstede (1980). On se basera sur les quatre dimensions mesurées sur une échelle de 0 à 100 et qui permettent de distinguer les cultures nationales dans un contexte organisationnel. Ce modèle nous a paru exhaustif et applicable dans notre cas.

4.3 Variable « prix » ou « prime payée »

On se pose la question si le prix payé pour une F&A peut influencer sa performance. Autrement dit, une F&A payée cher est-elle synonyme de succès? Et au contraire, est ce qu'une transaction payée pas cher est logiquement vouée à l'échec?

On traite le prix au même titre que la prime d'acquisition, c'est-à-dire, la prime nécessaire pour convaincre les actionnaires de se dessaisir de leurs titres. La prime payée doit prendre en considération les synergies anticipées de la F&A pour qu'elle puisse être amortie de manière à rentabiliser la transaction.

On se pose donc les mêmes interrogations pour la prime d'acquisition. On essaye donc de trouver une corrélation entre cette variable et la performance post-acquisition.

Quelques études ont étudié l'effet du prix ou de la prime sur la performance des F&A essayant de répondre à la question : les transactions à sur-cotes faibles ont-elles plus de chances de créer de la valeur ?

Selon une étude de Mercer Management Consulting, les performances supérieures des opérations des années 90 ne s'expliquent pas par le prix des transactions. De manière générale, il y a peu de corrélation entre la sur-cote et la valeur créée dans l'opération.

Cela ne signifie en aucun cas que le prix n'est pas un critère important, mais plutôt qu'il y a autant d'opérations payées cher qui créent de la valeur, que de F&A considérées comme de bonnes affaires qui n'en créent pas.

A titre d'exemple, Exxon Corporation a racheté Texaco Canada en 1989 pour une faible sur-cote de 10 %, mais l'acquisition n'a pas eu d'impact positif sur le cours d'Exxon ou d'Imperial Oil Limited (avec laquelle Texaco Canada a été

fusionnée). Inversement, l'acquisition, par Computer Associates International, d'UCCEL Corp. en 1987 s'est faite avec une sur-cote de 58 % et CAI a cependant dépassé par la suite de 10 % la moyenne de retour sur investissement de son industrie.

De même, la prise de participation majoritaire des Laboratoires Rorer par Rhône Poulenc s'est effectuée avec une sur-cote significative ce qui n'a pas empêché dans les années qui ont suivi Rhône Poulenc -Rorer de devenir le pôle qui contribue de façon essentielle à la création de valeur du groupe.

Ces exemples montrent qu'il n'y a pas une relation directe entre le prix et la performance. Les résultats peuvent varier indifféremment du prix ou de la prime. On peut dire donc, qu'une sur-cote élevée peut être justifiée et un faible premium de prix n'assure pas forcément une création de valeur ultérieure.

Une étude faite par Laurence Caperon, portant sur 250 sociétés en Europe et en Amérique du Nord a tenté d'analyser, les conditions dans lesquelles des acquisitions peuvent renforcer l'efficacité de l'entreprise et sa performance à long terme. Il a été démontré que l'annonce d'une acquisition n'a pas d'impact positif pour les actionnaires de la société réalisant l'achat (50 à 70% d'échec), parce que les marchés doutent de la capacité des dirigeants à rentabiliser la prime payée. Donc plus le prix payé est élevé plus il y a de la difficulté à l'amortir et à réaliser les objectifs et les résultats escomptés. Un prix trop élevé qu'acceptent de payer les managers en raison du prestige ou d'autres avantages personnels qu'ils en retirent a pour conséquence l'augmentation du cours en bourse de l'actionnaire vendeur de façon considérable (de 20 à 35 %) à l'occasion d'une acquisition tandis que l'influence sur le cours de l'actionnaire acheteur est négligeable.

Daher (2003), a trouvé une corrélation entre la prime et la taille relative de la cible. Cette dernière peut réclamer plus facilement une prime plus élevée lorsque sa taille relative est élevée. Elle peut donc, exercer une pression lors des négociations pour réclamer une prime plus importante. Cela va réduire la création de valeur associée à l'acquéreur.

Selon une étude de Mercer Consulting Group portant sur 6 grandes transactions, une prime élevée alourdit la dette de l'entreprise acquéreuse. Elle limite le développement futur de l'entité et de plus, il ne faut pas oublier que le marché sanctionne lourdement les transactions jugées trop chers.

Tableau 4.4 : Études sur l'impact des primes d'acquisition sur la performance

Variable	Auteurs	Résultats
Prix ou prime d'acquisition	Mercer Management Consulting	Il y a peu de corrélation entre la sur-cote et la valeur créée dans l'opération
	Laurence Caperon	Donc plus le prix payé est élevé plus il y a de la difficulté à l'amortir
	Daher (2003),	Il existe une corrélation entre la prime et la taille relative de la cible. Cette dernière peut réclamer plus facilement une prime plus élevée lorsque sa taille relative est élevée. Cela va réduire la création de valeur associée à l'acquéreur.
	Mercer Consulting Group ⁷	Une prime élevée alourdit la dette de l'entreprise acquéreuse. Elle limite le développement futur de l'entité et de plus, il ne faut pas oublier que le marché sanctionne lourdement les transactions jugées trop chers

Conclusion

La question qui se pose souvent est si la valeur de la transaction peut affecter la performance de l'entreprise acquéreuse. Pour répondre à cette question, on a choisi d'étudier l'impact du prix ou de la prime d'acquisition car on estime que cette variable peut affecter la performance post-acquisition. On verra si une prime élevée serait un handicap. Cette dernière sera mesurée en millions \$ (USD).

⁷ fusions – acquisition : le défi de l'intégration , mercer consulting group, 2003

4.4 Variable « taille »

La quête à la grande taille est l'un des objectifs des entreprises qui recourent aux F&A. Cependant, les avantages qui en découlent risquent d'être annulés par la complexité accrue et les pertes liées à une organisation trop lourde ainsi qu'à la difficulté d'intégrer les facteurs culturels et humains dans la nouvelle entreprise. Plusieurs études ont essayé de démontrer le lien et l'influence qu'exerce la taille relative sur la performance des entreprises dans le cadre d'une F&A (Krishnan et al., 1997, Markides et Ittner, 1994, Hyland et Diltz, 2002).

La taille relative des entreprises acquéreuse et acquise se calcule de différentes manières. Selon Sirower (1997), cette valeur est égale à la capitalisation boursière de la cible divisée par la capitalisation boursière de l'acquéreuse.

Hoskisson et al (1993), mesurent la taille de l'entreprise par le nombre d'employés. Selon ces auteurs, la taille affecte positivement la performance. Dans une perspective de « *subjective strategy* », il existe une corrélation positive entre le ROE et le taille de la compagnie (0.28; $p < 0.05$). C'est également le cas selon la classification entropique et la catégorisation avec les SIC comptes (0.21; $p < 0.05$ et 0.39; $p < 0.05$ respectivement). La banque centrale européenne a étudié en 2004 l'effet de la taille relative sur la performance (ROE). La taille est calculée en divisant le total actif de la cible par le total actif de l'acquéreur. Le rapport distingue entre les F&A domestiques et les F&A transnationales. Il démontre qu'il y a une corrélation négative (-0.443) entre la performance et la taille dans le premier cas mais une corrélation positive (0.325) dans le second.

Selon Kusewitt, (1985), l'acquisition de petites entreprises facilite l'intégration et affecte positivement la performance de la nouvelle entité. La taille relative des firmes explique 7,2 % de la variance de performance ($p < .05$). À noter que 98% des cibles étudiées avaient une taille inférieure à celle de l'acquéreuse

Plus la taille de la cible est réduite, plus il est facile d'intégrer ses ressources. Selon Kitching (1967), les acquisitions qui ont échoué sont celles où les deux partenaires ont généralement une taille similaire. Ils affirment aussi que les risques diminuent en fonction de la taille de la cible.

Selon Daher (2003), la taille relative a un effet négatif sur les taux de rentabilité de l'acquéreur, sur la réaction du marché lors de l'annonce et sur le cours des négociations. L'entreprise qui aura la plus grande taille sera en position de force. Ainsi, une cible de taille relativement élevée peut exercer une pression lors des négociations pour réclamer une prime plus importante.

Hawawini et Swary, (1990) ont démontré que la taille relative de la cible est inversement proportionnelle au rendement anormal de l'acquéreur. Contrairement à ce constat, et en étudiant des fusions bancaires entre 1991 et 1998, Kwan (2000), affirme que l'entreprise acquéreuse crée de la valeur si la taille de la cible est relativement élevée.

Selon Tera Allas et Keith Leslie (2001), une taille plus grande ne garantit pas des revenus plus importants pour les actionnaires. En effet, les bénéfices proviennent normalement des économies d'échelle et d'envergure et ces dernières ne sont pas réalisées automatiquement dans toute F&A.

Les recherches de Mercer Management Consulting montrent que, plus les transactions sont importantes, plus elles risquent d'échouer. La taille des transactions engendre une complexité qui contribue à la difficulté de leur réussite.

Sur des transactions d'un montant supérieur à 30 % du chiffre d'affaires de l'acquéreur, 25% seulement sont des succès.

Tableau 4.5 : Impact de la taille sur la performance

Variable	Auteurs	Résultats
Taille relative	Hoskisson et al (1993),	La taille affecte positivement la performance. il existe une corrélation positive entre le ROE et la taille de la compagnie (0.28; $p < 0.05$); (0.21; $p < 0.05$) et (0.39; $p < 0.05$)*.
	David Marqués Ibáñez et Yener Altunbas (Rapport de la Banque Centrale Européenne)	Pour les F&A domestiques il y a une corrélation négative (-0.443) entre la performance et la taille et pour les F&A transnationales il y a une corrélation positive (0.325)
	Selon Kusewitt, (1985)	La taille relative des firmes explique 7,2 % de la variance de performance ($p < .05$).
	Kitching (1967)	Les acquisitions qui ont échoué ont généralement une taille similaire. Les risques diminuent en fonction de la taille de la cible.
	Daher (2003)	La taille relative a un effet négatif sur le taux de rentabilité de l'acquéreur, la réaction du marché lors de l'annonce et sur les négociations.
	Hawawini et al (1990)	La taille de la cible est inversement proportionnelle au rendement anormal de l'acquéreur.
	Kwan (2000),	L'entreprise acquéreuse crée de la valeur si la taille de la cible est relativement élevée.
	Tera Allas et Keith Leslie (2001)	Une taille plus grande ne garantie pas des revenus plus importants pour les actionnaires
	Mercer Management Consulting	Sur des transactions d'un montant supérieur à 30 % du chiffre d'affaires de l'acquéreur, 25% seulement sont des succès.

Conclusion :

On a sélectionné cette variable et elle sera exprimée en fonction du rapport des capitalisations boursières de l'acquéreuse et de la cible.

4.5 Variable « expérience en acquisition »

Selon Haspeslagh et Jemison, (1991), les entreprises qui ont de l'expérience en matière d'acquisition et de fusion ont plus de facilité au niveau organisationnel. Ces dernières ont une plus grande capacité à identifier et intégrer les cibles et leurs ressources. Elles ont généralement une performance post- acquisition supérieure à celles des entreprises qui recourent à des F&A sans avoir d'expérience.

David R. King et John D. Driessnack (2003), estiment qu'il n'y a pas de relation pertinente entre l'expérience en acquisition et la performance après la transaction.

Selon Hitt, Harrison, et Ireland (2001), il ne faut pas sous estimer la relation entre l'expérience managériale et le succès des F&A. Selon eux, il y aurait une corrélation positive (mais non significative) entre l'expérience en acquisition et la performance ($p=0.22$) («*expected impact is not supported $p=22$* ») Ce résultat nous mène à dire que les entreprises peuvent retirer des bénéfices de leurs expériences en acquisition.

Plus la compagnie fait des F&A, plus elle améliore sa performance. Autrement dit l'expérience en acquisition accroît la performance de l'entreprise. Une étude conduite par Sam Rovit et Catherine Lemire (2003) sur 714 compagnies américaines entre 1986 et 2001 (ayant une capitalisation > 500 million en 2000) a démontré que les 110 acheteurs fréquents (ceux qui ont fait plus que 20 transactions en 15 ans) performant mieux que ceux qui ne font que de une à quatre transaction dans la même période (2% plus)

Hayward (2002) a opérationnalisé l'expérience en acquisitions, en proposant une unité de mesure de cette expérience, en étudiant les entreprises de haute technologie durant les trois années antérieures à la date d'acquisition.

Conclusion :

La variable « expérience » sera mesurée par le nombre de F&A dans l'actif de l'entreprise acquéreuse à l'année de la transaction en question. En mesurant l'impact de cette variable sur les opérations de F&A on conclura si les entreprises qui ont de l'expérience dans ce domaine font face à moins de problèmes que les entreprises qui en ont moins.

Tableau 4.8 : Synthèse des variables

La variable choisie	L'unité de mesure
La diversification	SIC Code
Prix de la transaction	Millions \$ (log)
Différences culturelles	Indice de Hofstede en %
Taille relative	Rapport des capitalisations boursières (Acquéreuse/Cible)
Expérience en acquisition	Nombre de F&A passées

Chapitre V

Résultats

Introduction

On commencera ce chapitre par la présentation et l'analyse des résultats des régressions univariées. Puis, on établira les régressions multivariées. Enfin, on interprétera les résultats qui en ressortent. Le travail sera fait pour chaque échantillon séparément et pour l'échantillon complet (E1, E2, E3, E4 et EC).

À titre de rappel, les échantillons sont composés de la façon suivante :

- E 1 : entreprises ayant acquis ou fusionné avec des entreprises du même pays, et ce, peu importe la raison de l'opération (taille de l'échantillon = 50)
- E 2 : entreprises ayant acquis ou fusionné avec des entreprises appartenant à d'autres pays, et ce, peu importe la raison de l'opération (taille de l'échantillon = 20)
- E 3 : entreprises ayant initié l'opération pour des fins de diversification non reliée, et ce, peu importe l'origine de la cible et de l'acquéreuse (taille de l'échantillon = 29)
- E 4 : entreprises ayant initié l'opération pour des fins de diversification reliée (même secteur d'activité de la cible et de l'acquéreuse), et ce, peu importe l'origine de la cible et de l'acquéreuse (taille de l'échantillon = 41)

En se limitant au cadre de nos variables, soit la taille relative (TAILLE), la valeur de la transaction (Inval), l'expérience en acquisition (EXP), l'indice culturel de Hofstede (HOFS) et la diversification (SIC), on peut émettre quelques hypothèses.

On s'attend à ce que les variables «valeur de la transaction» et «différences culturelles» affectent négativement la performance de l'entreprise acquéreuse suite à la transaction.

Plus la transaction est importante en terme de prime payée, plus il serait donc difficile de performer mieux après l'opération. L'amortissement de la transaction est dans ce cas plus long et plus difficile. On attribue souvent des raisons externes aux échecs des méga Fusions & Acquisitions pour ne pas avouer que l'on a payé la transaction trop cher. Les discours comme : «on n'a pas réussi à réaliser les synergies escomptées!» sont très courants.

Pour ce qui est des différences culturelles, on s'attend à ce que la performance soit affectée négativement pour les entreprises ayant une distance culturelle élevée (mesurée par l'indice de Hofstede). L'intégration des deux entités sera plus difficile et plus longue à mettre en place. Les conflits auront tendance à se multiplier à cause de l'appartenance des deux entités à des cultures différentes caractérisées par des valeurs, des normes et des pratiques différentes. Cependant, l'effet de cette variable peut être mitigé. Les différences culturelles peuvent donner lieu à des synergies et peuvent se révéler fructueuses pour la nouvelle entité. Si la compagnie est capable de capter les avantages de chaque culture et de les combiner, elle peut en tirer profit.

Concernant la variable «taille relative» mesurée par le rapport des capitalisations boursières de l'entreprise acquéreuse et de la cible, on s'attend à une corrélation positive entre cette dernière et la performance. Autrement dit, plus la taille relative est élevée, plus l'entreprise acquéreuse peut performer. C'est-à-dire, plus la taille de l'entreprise acquéreuse est plus grande que celle de la cible, plus cette dernière sera facile à intégrer. Les nouvelles activités seront absorbées très vite et plus facilement.

L'expérience en acquisition serait un atout pour l'acquéreuse. Cela devrait lui faciliter la tâche et contribuer à augmenter sa performance puisque cette expérience lui permet d'éviter les erreurs survenues dans le passé. Les entreprises ayant une expérience en acquisition devront pouvoir gagner du temps et de l'argent puisqu'elles ont développé les techniques et les habilités facilitant l'intégration. Il serait cependant utile de noter que l'expérience en acquisition peut nuire au

Chapitre V- Résultats

développement de la nouvelle entité. En accumulant les F&A, la complexité s'accroît et la compagnie devient plus difficile à gérer. L'intégration de plusieurs F&A à la fois peut entraîner de multiples problèmes notamment lorsque les transactions sont très proches dans le temps. Autrement dit, lorsqu'on n'accorde pas le temps nécessaire pour l'intégration.

Enfin, pour la variable diversification, on s'attend à ce que la performance soit mauvaise lorsque l'entreprise acquéreuse et la cible appartiennent à deux secteurs d'activité différents. Le succès est plus probable lorsque les deux entités opèrent dans la même industrie car les rouages sont clairement définis et l'entreprise acquéreuse n'aura pas à découvrir un autre secteur dont elle ignore.

5.1. Résultats

5.1.1 L'étude de l'impact des diverses variables sur la performance de l'entreprise après une opération de F&A : le cas des entreprises ayant fait des F&A nationales

Comme on l'a déjà mentionné, l'échantillon E1 est constitué des entreprises ayant fait des Fusions & Acquisitions dans le même pays. On a voulu tester nos variables dans un échantillon où les transactions sont locales.

5.1.1.1 Analyse univariée

$$(1) ROE_{moy} = \beta * VAR + \alpha$$

VAR est la variable qui explique le rendement sur fonds propres (ROE moy). Dans le tableau 5.1, on présente les résultats de ces régressions univariées où VAR prend les valeurs **Inval**, **TAILLE**, **EXP** et **SIC**.

Tout d'abord, il conviendrait de définir les paramètres de nos régressions.

- **R² ajusté** : R traduit l'ajustement du modèle aux données et doit se rapprocher le plus possible de 1. Dans notre travail, on s'est basé sur le **R² ajusté**. Il s'agit de la valeur de R corrigée pour réduire un biais lié au fait que chaque prédicteur supposé peut expliquer une partie du nuage de points par le seul fait du hasard.
- **β** : niveau de confiance de la corrélation
- **P*** : est la p-value de la régression qui représente la probabilité d'erreur sur le coefficient β.
- **Niveau de significativité** : Si P est inférieur à 0,01 alors le coefficient β est significatif avec 1% de niveau de confiance. Si P est inférieur à 0,05 alors le coefficient β est significatif avec 5% de niveau de confiance. Si P est inférieur à 0,1 alors le coefficient β est significatif avec 10% de niveau de confiance.
- **α** : est la constante

Tableau 5.1 : Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A nationales

	R ² ajusté	β	P*
Inval	1,5%	2,786	0,193
TAILLE	3%	0,002	0,125
EXP	4,4%	-0,439	0,085
SIC	1,2%	-6,224	0,219

* P est la p-value de la régression qui représente la probabilité d'erreur sur le coefficient β. Si P est inférieur à 0,01 alors le coefficient β est significatif avec 1% de niveau de confiance. Si P est inférieur à 0,05 alors le coefficient β est significatif avec 5% de niveau de confiance. Si P est inférieur à 0,1 alors le coefficient β est significatif avec 10% de niveau de confiance.

Il existe des relations positives entre certaines variables étudiées et la performance post- acquisition, notamment pour la variable TAILLE et Inval. Cependant, on va mettre l'accent uniquement sur les variables significatives. On remarque que seule la variable « expérience » est significative ($\beta = -0,439$; $p = 0,085$). Cela signifie que l'expérience en acquisition affecte négativement la performance de l'entreprise acquéreuse.

On a vu que la littérature donne des résultats antagonistes concernant l'expérience en acquisition :

- Haspeslagh et Jemison, (1991), Hitt, Harrison, et Ireland (2001), Rovit et Lemire (2003) et Berggren (2001) ont démontré que l'expérience en matière de Fusions & Acquisitions facilite l'intégration au niveau organisationnel. Les entreprises expérimentées ont généralement une performance post- acquisition supérieure.
- King et Driessnack (2003), Ravenscraft et Scherer (1987), estiment qu'il n'y a pas de relation pertinente entre l'expérience en acquisition et la

performance après la transaction. Leur performance financière à long terme est aussi moindre.

Dans notre échantillon le résultat converge vers celui de King et Driessnack (2003), Ravenscraft et Scherer (1987). Il semblerait qu'il s'agit d'un résultat contre intuitif mais que l'on peut expliquer.

Si on prend en considération les difficultés de l'intégration, on peut dire que l'accumulation des F&A amplifie la sous performance. La gestion de la complexité d'un nombre élevé d'entités devient plus difficile et délicate. Souvent, les entreprises qui se basent sur les Fusions & Acquisitions pour assurer leur croissance ne prennent pas le temps nécessaire pour l'intégration. Les dirigeants peuvent dans certains cas surestimer leurs capacités à gérer plusieurs entités aux caractéristiques multiples et différentes. L'effet de la complexité peut surpasser l'effet de l'expérience et occasionner la sous performance.

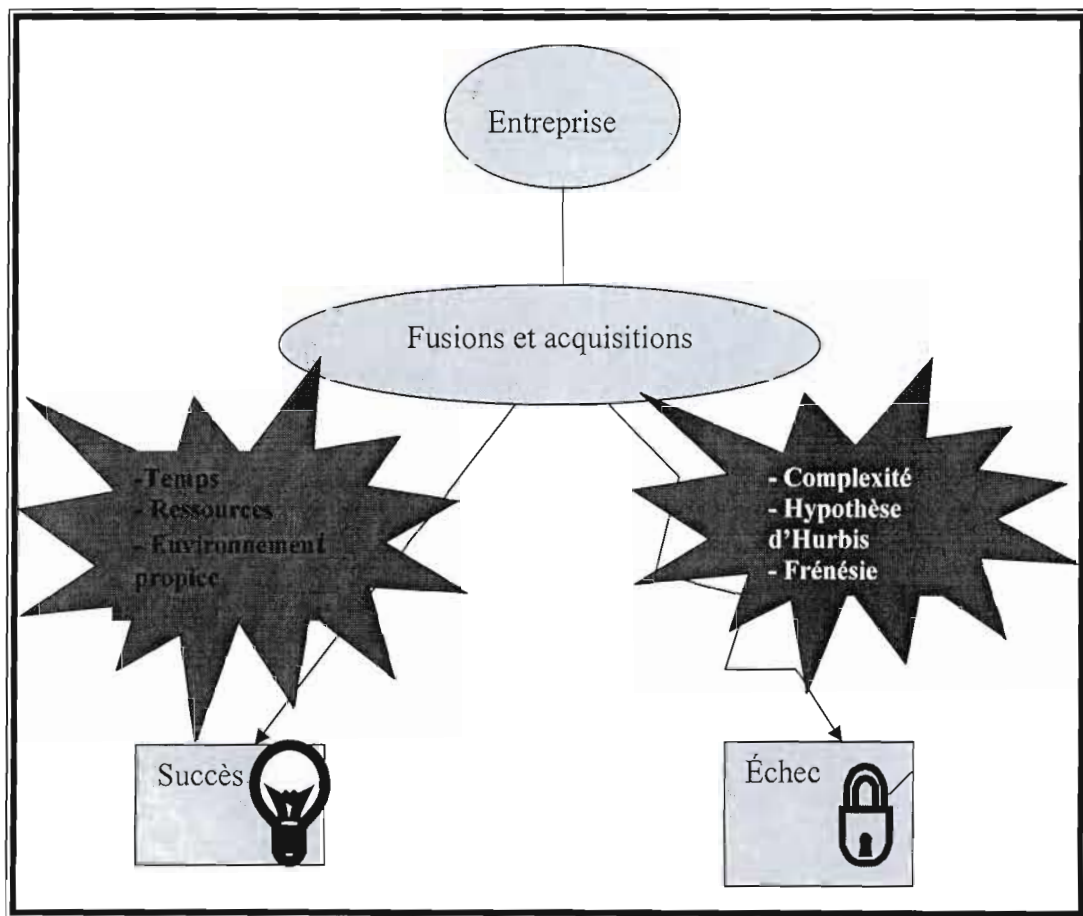
De plus, si les entreprises acquises appartiennent à des secteurs différents de celui de l'entreprise acquéreuse et à des pays différents également cela ne facilitera pas l'intégration et occasionne des problèmes difficiles à gérer.

L'environnement de l'entreprise au moment des Fusions & Acquisitions peut également constituer un important aléa (crash boursier, guerre, catastrophes naturelles, changement de lois etc.). Les difficultés peuvent être occasionnées par ce dernier et faire contre poids à l'expérience et aux habilités acquises à travers le passé de l'entreprise en matière de F&A. Comme on a vu au début de ce présent travail, une analyse de l'environnement et un diagnostic solide s'imposent avant de recourir à toute F&A. Cependant, il existe toujours des éléments qui sont hors du contrôle de l'entreprise acquéreuse. Donc, l'environnement peut dans certains cas éliminer les espérances de succès indépendamment de l'expérience de l'entreprise en matière de F&A.

Ainsi, le nombre d'Acquisitions & Fusions dans l'actif de l'entreprise peut être :

- Un avantage : si on maîtrise l'intégration et si on accorde le temps qu'il faut et les ressources nécessaires pour absorber les nouvelles entités. L'opération peut procurer un avantage compétitif lorsque l'environnement est propice également.
- Un inconvénient : si l'entreprise est prise par la frénésie des Fusions & Acquisitions et que son objectif ultime est la croissance à court terme sans se soucier des problèmes qui vont surgir après et qui peuvent dans certains cas être fatales à sa survie.

**Figure 5.1 : Impact de l'expérience sur les
F&A**



L'analyse univariée révèle que les variables Inval, TAILLE et SIC ne sont pas significatives. On peut conclure quand même que la variable SIC, bien que non significative, nous permet de dire que la diversification affecte négativement la performance.

5.1.1.2 Analyse multivariée

Afin de faire une analyse multivariée on a procédé au calcul de corrélations entre les différentes variables. Ces dernières sont représentées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 5.2 : Table des corrélations

		taill	sic2	exp	hofi	value
taill	Pearson Correlation	1	-.186	-.082	-.080	-.058
	Sig. (2-tailed)		.121	.495	.506	.633
	N	71	71	71	71	71
sic2	Pearson Correlation	-.186	1	-.085	.048	-.021
	Sig. (2-tailed)	.121		.481	.690	.860
	N	71	71	71	71	71
exp	Pearson Correlation	-.082	-.085	1	.020	.379(**)
	Sig. (2-tailed)	.495	.481		.866	.001
	N	71	71	71	71	71
hofi	Pearson Correlation	-.080	.048	.020	1	-.087
	Sig. (2-tailed)	.506	.690	.866		.471
	N	71	71	71	71	71
value	Pearson Correlation	-.058	-.021	.379(**)	-.087	1
	Sig. (2-tailed)	.633	.860	.001	.471	
	N	70	70	70	70	70

** la corrélation est significative au niveau 0.01 (2-tailed).

Globalement il n'existe pas de variables hautement corrélées qui peuvent biaiser notre analyse.

$$(2) ROE_{moy} = \alpha + \beta_3 EXP + \beta_4 SIC + \varepsilon$$

$$(3) ROE_{moy} = \alpha + \beta_2 TAILLE + \beta_3 EXP + \varepsilon$$

$$(4) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 L_{nval} + \beta_2 TAILLE + \beta_3 EXP + \varepsilon$$

$$(5) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 L_{nval} + \beta_2 TAILLE + \beta_3 EXP + \beta_4 SIC + \varepsilon$$

Avec ε est l'erreur de la régression.

Tableau 5.3 : Analyse multivariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A nationales

α (p-value)	6,237 (0,212)	-,084 (0,637)	-8,954 (0,548)	-6,461 (0,665)
L_{nval}			0,513 (0,552)	0,669 (0,439)
TAILLE		0,461 (0,595)	0,002 (0,157)	0,001 (0,297)
EXP	-0,298 (0,052)	-0,503 (0,077)	-0,476 (0,091)	-0,557 (0,054)
SIC	-0,217 (0,14)			-6,669 (0,217)
p- value	0,076	0,200	0,155	0,15
R² ajusté	7%	28%	5,2%	6,4%
N	46	46	46	46

On remarque que les résultats produits par l'analyse multivariée confirment ceux de l'analyse univariée. Autrement dit, la variable EXP est significative et est corrélée négativement à la performance. Ceci rejoint l'analyse précédente : plus la compagnie a de l'expérience en matière de F&A, plus on s'attend à ce qu'elle sous performe. On estime que cette sous performance provient du fait que le nombre élevé de F&A tend à amplifier les problèmes liés à l'intégration.

Les autres variables ne fournissent pas de résultats pertinents.

5.1.2 L'étude de l'impact des diverses variables sur la performance de l'entreprise après une opération de F&A : le cas des entreprises ayant fait des F&A transnationales

5.1.2.1 Analyse univariée

Tableau 5.4 : Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A transnationales

	R ² ajusté	β	p
HOFS	10,6%	0,596	0,095
Inval	29,9%	6,225	0,011
TAILLE	17%	0,461	0,050
EXP	3%	-0,437	0,234
SIC	2,4%	-8,334	0,247

a- Les différences culturelles (Hofstede)

Dans le cas où l'entreprise acquéreuse et la cible appartiennent à deux pays différents on note que les différences culturelles exprimées par l'indice de Hofstede affectent la performance ($p=0,095$; $\beta = 0,596$).

Donc, quand le pays d'origine de l'entreprise acquéreuse est différent de celui de l'entreprise cible, on s'attend à ce que l'entreprise sous performe après la Fusion & Acquisition. Mais, selon le résultat trouvé, il semblerait qu'au contraire, lorsque l'entreprise cible et l'entreprise acquéreuse n'appartiennent pas au même pays, cela aide la nouvelle entité à performer. C'est contre intuitif mais on peut voir ce résultat sous un autre angle.

Dans le cas où il existe des différences culturelles entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise acquise, il y a différentes manières pour les gérer.

L'intervention d'un fondateur charismatique par exemple, peut donner une orientation à la culture et résoudre les conflits liés à la définition des valeurs et des normes culturelles à suivre.

Ces différences peuvent ne pas avoir un impact négatif sur la performance post- acquisition lorsque comme propose Alfred M. Jaeger (1987), l'entreprise acquéreuse procède à une évaluation de la compatibilité culturelle lors du processus d'évaluation de la transaction. Cela permet d'éviter les conflits culturels potentiels.

Selon ce processus, l'entreprise aurait collecté des diverses données lui permettant de faire une description exacte de la culture. Ce bilan culturel permet de comprendre l'essentiel d'une culture organisationnelle et de connaître les rouages du travail et les façons de faire.

Notre échantillon donne un résultat qui s'aligne avec ceux de Morosini et al. (1998) et Larsson et Riesberg (1998). Ces derniers ont démontré que les F&A transfrontalières tendent à avoir plus de succès que les F&A domestiques.

Peut-on affirmer que les entreprises qui appartiennent au même pays, ont forcément la même culture? Absolument pas. Selon Cartwright et Cooper (1993), les firmes similaires ne sont pas forcément compatibles au niveau culturel. La compatibilité dépend du mode d'acculturation et le type d'intégration imposé par la firme dominante.

Il est généralement admis que les différences culturelles sont sources d'échec des F&A. Elles occasionnent des conflits souvent difficiles à gérer. Cependant, il est possible que ces dernières donnent lieu à des synergies. Ainsi, les deux entités peuvent s'entendre sur les éléments de leurs cultures qu'il faut éliminer et ceux qu'il faut conserver réduisant ainsi les conflits et le stress liés à l'acculturation. En effet, dans certains cas, les dirigeants ayant des profils différents mais travaillant

dans une même organisation peuvent juger différemment un problème donné (Schein, 1986, Thévenet, 1999).

Il faut signaler également que les échecs dus au facteur culturel ne surviennent que lorsque les valeurs et caractéristiques culturelles de chaque entité sont très divergentes. Par exemple, l'entreprise acquéreuse est chinoise et elle acquiert une entreprise française ou encore une entreprise américaine qui fusionne avec une entreprise allemande (Daimler Chrysler – Mercedes Benz)

Donc, lorsque les entreprises effectuent un bilan culturel avant de procéder à une transaction, elles peuvent tirer profit des différences culturelles en éliminant les sources de conflits et en gardant les éléments qui contribuent au succès des entités combinées.

b- La valeur de la transaction

Au cours de ce travail, on s'est posé la question suivante : est-ce que le prix payé pour une F&A peut influencer sa performance? Autrement dit, une F&A payée cher est-elle synonyme de succès? Et au contraire, est ce qu'une transaction payée pas cher est logiquement vouée à l'échec?

Lorsque la transaction se fait entre deux entreprises appartenant à deux pays différents (pays = 0), on remarque que la variable valeur affecte positivement la performance ($p=0,011$; $\beta = 6,225$). On peut dire que la valeur de la transaction en termes de prix payé ne peut pas être un obstacle à la performance.

La littérature démontre qu'il y a autant d'opérations payées cher qui créent de la valeur, que de F&A considérées comme de bonnes affaires qui n'en créent pas.

On peut expliquer ce résultat autrement. Lorsqu'une compagnie procède à une F&A non locale, elle est prête à la payer plus cher car elle va disposer d'une entité bien en place, bien encrée dans ce nouveau marché. Cette dernière posséderait des

actifs tangibles et intangibles (expérience, savoir faire, connaissance du marché et de la clientèle, etc.) qu'il coûterait probablement plus cher à l'entreprise acquéreuse de développer par elle-même.

c- Taille relative

La variable «taille relative» affecte positivement la performance ($p=0,05$; $\beta = 0,461$). Plus la taille de l'acquéreuse est plus grande que la cible, plus la nouvelle entité performe. Lorsque la compagnie acquéreuse est plus grande que la cible, elle peut l'absorber plus facilement. Elle dispose généralement des ressources et des habilités nécessaires pour l'intégrer à l'ensemble.

Dans cet échantillon, où les deux entités appartiennent à des pays différents, on peut noter certains problèmes liés à l'aspect culturel. Cependant, cela ne causera pas des problèmes d'intégration et les coûts qui y sont reliés puisque vu la taille de la cible, ces derniers n'affecteront pas la performance générale de la nouvelle entité.

d-Expérience

L'analyse univarié démontre que la variable «expérience», n'affecte pas la performance de manière significative. Tout de même, il faut souligner que le signe du β est négatif. Autrement dit, les entreprises qui ont plus de F&A à leurs actifs ne performant pas mieux que ceux qui n'en ont pas.

e- La diversification

La même constatation est valable pour la diversification. Cette dernière n'affecte pas la performance de manière significative et a un β est négatif. C'est-à-dire que la diversification n'aide pas la compagnie à performer. Bien au contraire, elle peut occasionner la sous performance dans cet échantillon où les F&A sont transnationales. Les entreprises acquéreuse et la cible appartiennent à deux pays

différents et opèrent dans deux secteurs différents. Cela donne lieu à des problèmes d'intégration s'ils ne sont pas bien gérés.

5.1.2.2 Analyse multivariée

On a procédé à une analyse multivariée pour affiner la recherche. Cette dernière, confirme qu'en combinant les variables, on aboutit aux mêmes résultats.

On a effectué les combinaisons suivantes :

$$(6) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_3 EXP + \varepsilon$$

$$(7) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_5 SIC + \varepsilon$$

$$(8) ROE_{moy} = \alpha + \beta_2 TAILLE + \beta_4 HOFS + \varepsilon$$

$$(9) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_2 TAILLE + \beta_3 EXP + \varepsilon$$

$$(10) ROE_{moy} = \alpha + \beta_2 TAILLE + \beta_3 EXP + \beta_5 SIC + \varepsilon$$

$$(11) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_2 TAILLE + \beta_4 HOFS + \varepsilon$$

$$(12) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_2 TAILLE + \beta_3 EXP + \beta_4 HOFS + \varepsilon$$

$$(13) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 HOFS + \beta_2 TAILLE + \beta_3 EXP + \beta_5 SIC + \varepsilon$$

Tableau 5.5 : Analyse multivariée , le cas des entreprises ayant fait des F&A transnationales

α	- 113,589 (0,014)	- 21,454 (0,021)	-8,414 (0,318)	- 21,610 (0,010)	- 115,157 (0,012)	- 112,155 (0,008)	10,757 (0,140)	1,695 (0,790)	- 106,974 (0,018)	- 116,534 (0,007)
Lnval	6,153 (0,016)	0,061 (0,014)		0,061 (0,009)	6,426 (0,012)	6,071 (0,010)			5,514 (0,030)	6,487 (0,006)
TAILLE		-0,054 (0,127)	-0,033 (0,400)	-0,054 (0,110)		0,072 (0,042)	0,552 (0,028)	0,422 (0,085)		0,053 (0,090)
EXP	0,079 (0,796)	-0,558 (0,087)		-0,555 (0,070)		-0,388 (0,218)		-0,244 (0,509)		
SIC		-0,321 (0,961)			-4,185 (0,564)		-9,098 (0,242)			
HOFS	-	0,402 (0,177)	0,456 (0,214)	0,400 (0,159)					0,311 (0,329)	-

Chapitre V- Résultats

p-value	0,043	0,032	0,214	0,013	0,037	0,015	0,077	0,125	0,027	0,010
R² ajusté	25,6%	43,4%	7,7%	47,7%	26,9%	41,3%	19,5%	14,1%	30%	38,7%
N	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17

La taille originale de l'échantillon est 20 entreprises. Elle a été réduite à 17 entreprises car on a éliminé les valeurs extrêmes afin de cerner l'impact réel des variables sur le ROE moy.

Ces combinaisons révèlent que la variable «valeur de la transaction» affecte positivement la performance. Dans cet échantillon où l'entreprise acquéreuse et la cible n'appartiennent pas au même pays, la valeur de la transaction n'est pas généralement responsable de l'échec de l'opération.

L'analyse multivariée produit le même résultat que l'analyse univariée en ce qui concerne la variable «taille relative». Donc, quand l'acquéreuse est plus grande que la cible, la nouvelle entité a plus de chances de performer mieux. Il s'agit d'un résultat intuitif. Souvent les entreprises de grande taille imposent leurs façons de faire, leurs pratiques, leurs valeurs et leurs normes de travail aux petites entreprises acquises. Les particularités et les spécificités de chaque entreprise ne présentent pas d'entrave à la performance vu la taille de l'acquéreuse. Ces dernières peuvent constituer des problèmes mineurs que la compagnie acquéreuse peut résoudre sans pour autant que ça affecte sa performance globale.

Dans les combinaisons Inval –TAILLE –EXP –HOFS et Inval- TAILLE-EXP –SIC- HOFS, la variable EXP est significative. Elle est négativement corrélée à la performance. Plus l'entreprise acquéreuse a de l'expérience en matière de F&A, plus elle sous performe.

On a trouvé le même résultat dans le premier échantillon (lorsque la F&A est locale). Il semblerait que le cumul des F&A affecte négativement la performance

quelque soit le type de la transaction, on entend dire qu'elle soit locale ou internationale.

Les deux échantillons (E1 et E2) révèlent le même résultat pour ce qui est de la variable EXP.

5.1.3 Résultats comparatifs

Tableau 5.6 : Comparaison E1 et E2 (analyse univariée)

Échantillon	R ² ajusté		β		P	
	Pays=1	Pays= 0	Pays=1	Pays= 0	Pays=1	Pays=0
Inval	1,5%	29,9%	2,786	6,225	0,193	0,011
TAILLE	3%	17%	0,002	0,461	0,125	0,050
EXP	4,4%	3%	-,439	-0,437	0,085	0,234
SIC	1,2%	2,4%	-6,224	-8,334	0,219	0,247
HOFS	-	10,6%	-	0,596	-	0,095

Bien que les corrélations ne soient pas significatives dans tous les cas entre chacune de nos 5 variables et la performance, on peut dégager certaines conclusions.

- Selon l'analyse univariée, la variable « expérience » n'affecte la performance que lorsque l'entreprise acquéreuse et la cible appartiennent au même pays. Cependant, l'impact de l'expérience est négatif sur la performance. Cette variable n'est pas significative lorsque les deux entités appartiennent à deux pays différents. Cependant l'analyse multivariée démontre que la variable EXP affecte la performance dans le deuxième échantillon au même titre que dans le premier échantillon.

- La valeur de la transaction est corrélée positivement avec la performance dans le deuxième cas, alors que la relation n'est pas significative dans le premier. Cependant, on remarque que le coefficient de corrélation ajusté est plus important lorsque les pays d'origine de l'entreprise acquéreuse et de la cible sont différents. C'est-à-dire que la valeur du deal affecte plus la performance lorsque la F&A est internationale. Dans ce contexte, plus on a payé cher la transaction, plus on s'attend à une meilleure performance. Cela peut être dû aux effets entourant la transaction. Les F&A internationales sont en général des

opérations de grande envergure, médiatisées et surveillées par les investisseurs et les actionnaires. Elles sont présentées en détails et bien étudiées, c'est pourquoi même payées cher, elles ont tendances à performer, notamment les premières années.

- Enfin la variable «taille relative» affecte positivement la performance lorsque les pays auxquels appartiennent l'acquéreuse et la cible sont différents.

5.1.4 L'étude de l'impact des diverses variables sur la performance de l'entreprise après une opération de F&A : le cas des entreprises ayant fait des F&A dans des secteurs d'activité différents des leurs (diversification non reliée)

5.1.4.1 Analyse univariée

Tableau 5.7 : Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A dans des secteurs d'activité différents des leurs (diversification non reliée)

	R² ajusté	β	p
Inval	11,4%	8,738	0,044
TAILLE	9%	-0,337	0,090
EXP	-	-	-
HOFS	0,4%	-1,302	0,309

L'échantillon E 3 est constitué par les entreprises ayant fait des F&A dans des secteurs d'activité différents des leurs.

- La variable «valeur de la transaction» affecte positivement la performance. On s'attendait à ce qu'en se diversifiant et en payant un prix élevé, l'entreprise acquéreuse sous performe. Les données que nous avons collectées révèlent le contraire. Cela peut être expliqué par le fait que si on acquiert une entreprise à un prix élevé, cela voudrait dire qu'il s'agit d'une entreprise performante et bien

en place. Autrement dit, le prix élevé payé sera la contre partie tant des biens tangibles acquis (installations de productions, usines, siège social, locaux, machines, bâtiments...) que des biens intangibles tels que le savoir faire, l'expérience acquise sur le secteur et l'industrie, la notoriété...l'entreprise acquéreuse bénéficie de l'expérience, du nom de marque et du savoir de la cible et pourra éviter ainsi beaucoup de frais (publicité, formation, études de marché...)

- Concernant la variable « taille», on peut ajouter que c'est l'appartenance à deux secteurs différents qui fait que l'entreprise acquéreuse ne puisse pas comprendre les caractéristiques de la cible. Une grande firme d'agroalimentaire ne peut intégrer facilement une entreprise de haute technologie même de petite taille. Imaginons que Nestlé acquiert Google ou Microsoft fusionne avec Van Houtte!

5.1.4.2 Analyse multivariée

On a essayé de trouver des résultats plus pertinents en affinant la recherche à travers une analyse multivariée.

On a fait les combinaisons suivantes :

$$(14) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_4 HOFS + \varepsilon$$

$$(15) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_2 TAILLE + \varepsilon$$

$$(16) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_3 EXP + \varepsilon$$

$$(17) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_2 TAILLE + \beta_3 EXP + \varepsilon$$

$$(18) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 Lnval + \beta_3 EXP + \beta_4 HOFS + \varepsilon$$

On a trouvé que seule la variable «valeur de la transaction» est significative et affecte positivement la performance de la nouvelle entité sur les 3 années

consécutives à la transaction. Cela confirme alors les résultats l'analyse univariée. Disons que le prix payé, élevé soit-il, sera la contre partie d'un savoir faire et d'une expérience acquise sur le nouveau secteur d'activité souvent méconnu par l'entreprise acquéreuse. Il en coûterait probablement moins cher que d'établir sa propre filiale ou succursale dans une nouvelle industrie et mettre en place tous les moyens nécessaires pour mener à bien le fonctionnement de cette unité. On parle de frais publicitaires, des frais de formation du personnel, des frais pour des études de marché et d'analyse de la demande etc.

Tableau 5.8 : L'analyse multivariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A dans des secteurs d'activité différents des leurs (diversification non reliée)

Constante	-164,732 (0,033)	-204,639 (0,027)	-197,410 (0,026)	-319,662 (0,008)	-336,488 (0,005)
Lnval	9,113 (0,034)	10,551 (0,033)	10,506 (0,036)	17,085 (0,011)	19,024 (0,005)
TAILLE		0,105 (0,554)		0,121 (0,489)	
EXP			0,189 (0,737)	0,393 (0,513)	0,106 (0,861)
HOFS	-1,420 (0,179)				-1,847 (0,129)
P-value	0,055	0,097	0,084	0,061	0,046
R² ajusté	14,4%	11,3%	11,9%	20,7%	26,7%
N	27	25	26	22	22

4.1.5 L'étude de l'impact des diverses variables sur la performance de l'entreprise après une opération de F&A : le cas des entreprises ayant fait des F&A dans les mêmes secteurs

5.1.5.1 Analyse univariée

L'échantillon E4 est composé par les entreprises ayant fait des F&A au sein de leurs secteurs d'activité. Ce sont les entreprises dont le but de la F&A n'est pas la diversification non reliée.

Tableau 5.9 : Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A dans les mêmes secteurs

	R ² ajusté	B	p
lnval	4,3%	-0.255	0,094
TAILLE	0,8%	0,028	0,254
EXP	1,6%	-0,389	0,204
HOFS	3,1%	0,308	0,137

Dans ce cas, seule la variable lnval est significative. Elle affecte négativement la performance (B = -0.255; p = 0.094).

Plus le prix payé par l'entreprise acquéreuse est élevé, plus elle sous performe. Plusieurs explications peuvent être données pour expliquer ce résultat. Premièrement, à l'intérieur de chaque secteur il existe beaucoup de concurrence et donc, payer trop cher une cible qui a une activité très liée à l'acquéreuse ne rapporte pas à cause du fait que la part de marché est assez limitée, surtout dans des secteurs en maturité, comme c'est le cas pour la majorité des secteurs. Deuxièmement, les F&A dans un même secteur sont assujetties à des risques de cannibalisation (mêmes clients, mêmes technologies, etc.) qui inhibent l'innovation et la synergie qui en résulterait.

5.1.5.2 Analyse multivariée

On a fait les combinaisons suivantes :

$$(19) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 \lnval + \beta_4 \text{HOFS} + \varepsilon$$

$$(20) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 \lnval + \beta_2 \text{TAILLE} + \beta_3 \text{EXP} + \beta_4 \text{HOFS} + \varepsilon$$

$$(21) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 \lnval + \beta_3 \text{EXP} + \beta_4 \text{HOFS} + \varepsilon$$

L'analyse multivariée ne nous fourni aucun résultat significatif.

5.1.6 Comparaison E3 et E4

Tableau 5.10 : Tableau comparatif E3 et E4 (analyse univariée)

Variables	R ² ajusté		β		P	
	SIC=1	SIC= 0	SIC=1	SIC= 0	SIC=1	SIC= 0
Inval	4,3%	11,4%	-0.255	8,738	0,094	0,044
TAILLE	0,8%	9%	0,028	-0,337	0,254	0,090
EXP	1,6%	-	-0,389	-	0,204	-
HOFS	3,1%	0,4%	0,308	-1,302	0,137	0,309

L'impact de la valeur de la transaction affecte différemment la performance selon l'appartenance des deux entités aux mêmes secteurs ou à des secteurs différents. Dans le premier cas (F&A non diversifiée), plus l'entreprise paye cher la fusion ou l'acquisition, plus elle sous-performe. Dans le second cas, celui où le but de la F&A est la diversification, la variable «valeur de la transaction» affecte positivement la performance. C'est-à-dire que l'entreprise acquéreuse arrive à rentabiliser son acquisition ou sa fusion puisqu'elle reçoit une contre partie de son investissement en termes tangibles et intangibles.

5.1.7 Échantillon complet

5.1.7.1 Analyses univariées

Tableau 5.11 : Analyses univariées pour l'Échantillon complet

	R ² ajusté	β	p
lnval	3,5%	-0,001	0,065
TAILLE	1,4%	0,002	0,160
EXP	-0,6%	0,315	0,447
HOFS	0,7%	0,230	0,221

L'ensemble de l'échantillon révèle qu'il existe une corrélation significative entre la valeur de la transaction et la performance de l'acquéreuse pour les 3 années consécutives à l'acquisition ou la fusion ($p=0,065$). Cependant, avec un β négatif ($\beta=-0,001$), on peut conclure que les Fusions & Acquisitions payées trop chers sous performant. Il est plus difficile d'amortir un coût d'achat qui s'élève parfois à des dizaines de milliards de \$. Les dirigeants tombent dans le piège de la surestimation des effets de synergies ou sont affectés par l'hypothèse d'hurbis.

5.1.7.2 Analyse multivariée

On a fait les combinaisons suivantes :

$$(22) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 \text{Lnval} + \beta_2 \text{TAILLE} + \beta_3 \text{EXP} + \varepsilon$$

$$(23) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 \text{Lnval} + \beta_2 \text{TAILLE} + \beta_4 \text{HOFS} + \varepsilon$$

$$(24) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 \text{Lnval} + \beta_2 \text{TAILLE} + \beta_3 \text{EXP} + \beta_4 \text{HOFS} + \varepsilon$$

$$(25) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 \text{Lnval} + \beta_4 \text{HOFS} + \varepsilon$$

$$(26) ROE_{moy} = \alpha + \beta_2 \text{TAILLE} + \beta_4 \text{HOFS} + \varepsilon$$

$$(27) ROE_{moy} = \alpha + \beta_1 \text{Lnval} + \beta_2 \text{TAILLE} + \varepsilon$$

Tableau 5.12 : Analyse multivariée pour l'échantillon complet

Échantillon complet						
Constante	-2,820 (0,305)	-2,728 (0,255)	-4,035 (0,170)	-2,062 (0,384)	-4,127 (0,072)	-1,338 (0,528)
Inval	-0,001 (0,051)	-0,001 (0,096)	-0,001 (0,068)	-0,001(0,081)		-0,001 (0,076)
TAILLE	0,001 (0,173)	0,002 (0,154)	0,002 (0,143)		0,002 (0,129)	0,001 (0,187)
EXP	0,159 (0,394)		0,145 (0,433)			
HOFS		0,229 (0,218)	0,221 (0,238)	0,206 (0,269)	0,258 (0,170)	
p-value	0,120	0,085	0,125	0,100	0,146	0,077
R² ajusté	4,2%	5,4%	4,8%	3,9%	2,8%	4,6%
N	69	69	69	69	69	69

Les relations 2,4 et 6 sont significatives et renseignent dans leur ensemble sur l'impact de la «variable valeur» sur la performance. Cette variable affecte négativement la performance. Dans un échantillon où on ne fait pas de distinction entre entreprises diversifiées et non diversifiées, du même pays ou de pays différents, plus on paye cher la F&A, plus il est difficile d'amortir le prix et plus on s'attend à ce que la nouvelle entité sous performe.

Ce résultat est conforme à l'intuition.

1,2%	-	4,4%	3%	1,5%	R ² ajusté	PAYS=1
-6,2,24	-	-0,439	0,002	2,786	β	
0,219	-	0,085	0,125	0,193	p	
2,4%	10,6%	3%	17%	29,9%	R ² ajusté	PAYS=0
-8,334	0,596	-0,437	0,461	6,225	B	
0,247	0,095	0,234	0,050	0,011		
-	3,1%	1,6%	0,8%	4,3%	R ² ajusté	SIC=1
-	0,308	-0,389	0,028	-0,255	β	
-	0,137	0,204	0,254	0,094	p	
-	0,4%	█	9%	11,4%	R ² ajusté	SIC=0
-	-1,302	█	-0,337	8,738	B	
-	0,309	█	0,090	0,044		
-	0,7%	█	1,4%	3,5%	R ² ajusté	ÉCHANTILLON COMPLET
-	0,230	█	0,002	-0,001	β	
-	0,221	█	0,160	0,065	p	
SIC	HOFS	EXP	TAILLE	Inva		

Tableau 5.13 : synthèse des résultats

Chapitre V- Résultats

En se basant sur l'échantillon au complet, on peut dégager les résultats suivants:

- La variable « valeur de la transaction » est significative. Elle affecte négativement la performance de la nouvelle entité après la F&A. autrement dit, plus la valeur de la transaction est élevée plus on doit s'attendre à ce que la nouvelle entité sous performe.
- Selon cet échantillon, les autres variables, objet de l'étude ne sont pas significatives et n'affectent pas la performance opérationnelle.

Chapitre VI

Conclusions finales et contributions personnelles

On a commencé par définir les opérations de F&A. on a présenté les différents types ainsi que les différentes formes de ces transactions. On a présenté dans le premier chapitre à travers une approche stratégique une typologie des objectifs motivant les entreprises à entreprendre une F&A. On a distingué les objectifs stratégiques, les objectifs financiers et les objectifs opérationnels.

On a présenté ensuite les opérations de F&A selon une approche juridique et on a expliqué les manières de comptabiliser les F&A. On a également analysé les F&A selon une approche financière en évoquant les types de financement.

Enfin, on a présenté les techniques de valorisation à travers les méthodes et modèles que l'on retrouve généralement dans toute évaluation d'entreprise. On a distingué entre les deux approches les plus fréquemment utilisées : l'approche actuarielle et l'approche comparative.

Le deuxième chapitre a comporté une description de la démarche méthodologique qui a été adoptée tout le long de ce mémoire. On a défini notre variable à expliquer, soit le ROE (Return On Equity). On l'a choisi car il donne une bonne mesure de la performance opérationnelle de la nouvelle entité après la F&A et il a été largement utilisé dans la littérature (Hoskisson et al., (1993), King et Driessnack (2003)).

Chapitre VI- Conclusions finales et contributions personnelles

On a présenté la manière avec laquelle on a calculé notre ROE moy et on a dit que :

- Si $ROE_{moy} < ROE(t-1) - ROE_i(t-1)$, alors l'entreprise sous performe
- Si $ROE_{moy} > (ROE(t-1) - ROE_i(t-1))$, alors l'entreprise performe mieux.

On a présenté ensuite, le modèle de régression linéaire sur lequel se base notre étude. Il s'agit d'une généralisation qui comprend des régressions linéaires simples et des régressions linéaires multiples. À travers ce modèle, on a établi des relations entre le ROE moy et les variables explicatives (ln val +TAILLE + EXP + SIC+HOFS).

On a utilisé les régressions linéaires simples (univariés) pour tester le changement de performance significatif au niveau d'une variable sans tenir compte des autres, contrairement aux régressions linéaires multivariées qui ont été faites en tenant compte de l'interaction des variables les unes sur les autres. (Tableau 2.1 : équations de régression).

On a choisi d'extraire nos données des bases de données mondiales *Bankscope* (Bureau Van Dijk) et *Security Data Company* (SDC Platinum). Ces dernières constituent des sources exhaustives et précises de données concernant ces opérations à l'échelle mondiale.

Suite à plusieurs démarches, on a abouti à notre échantillon final qui comprend 70 transactions entre entreprises appartenant à 22 pays à travers le monde. Toutefois, il faudrait remarquer que notre échantillon aurait pu être plus représentatif s'il comprenait plus de transactions faites par des entreprises américaines. Cependant c'est l'indisponibilité des données qui nous a imposé ça.

On a établi des sous échantillons en se basant sur la localisation géographique et la diversification :

Chapitre VI- Conclusions finales et contributions personnelles

- E 1 : entreprises ayant acquis ou fusionné avec des entreprises du même pays, et ce, peu importe la raison de l'opération (taille de l'échantillon = 50)
- E 2 : entreprises ayant acquis ou fusionné avec des entreprises appartenant à d'autres pays, et ce, peu importe la raison de l'opération (taille de l'échantillon = 20)
- E 3 : entreprises ayant initié l'opération pour des fins de diversification non reliée, et ce, peu importe l'origine de la cible et de l'acquéreuse (taille de l'échantillon = 29)
- E 4 : entreprises ayant initié l'opération pour des fins de diversification reliée (même secteur d'activité de la cible et de l'acquéreuse), et ce, peu importe l'origine de la cible et de l'acquéreuse (taille de l'échantillon = 41).

Afin d'atteindre notre objectif est d'opérationnaliser les possibles facteurs de réussite des opérations de F&A ainsi que les risques potentiels qui pourraient affecter négativement la performance, on a centré notre recherche tout au long du chapitre 3, sur ces facteurs de risque et de réussite, en les groupant selon les principales étapes de ces opérations. On a fractionné le processus de F&A en trois étapes principales : la phase stratégique, la phase de négociation et la phase d'intégration. On a établi des liens entre chaque phase et les risques qui s'y rattachent.

À travers le quatrième chapitre, on a dressé la liste de nos variables et des unités de mesure. On a choisi de traiter cinq variables qu'on a jugé pertinentes soit : le niveau de diversification, les différences culturelles, le prix de la transaction ou la prime d'achat, la taille relative des entreprises, l'expérience en acquisition.

On a examiné la littérature afin de voir de plus près les méthodes et les techniques qu'ont utilisé les chercheurs pour mesurer ces variables. On a vu également que les résultats peuvent diverger dans certains cas et que les études empiriques faites n'aboutissent pas forcément aux mêmes résultats.

Le 5^{ième} chapitre fournit les résultats de nos régressions univariées et multivariées pour chaque échantillon séparément et pour l'échantillon au complet (E1, E2, E3, E4 et EC).

Dans le cas des entreprises ayant fait des F&A nationales (E1), «l'expérience en acquisition» affecte négativement la performance de l'entreprise acquéreuse. Le résultat converge vers celui de King et Driessnack (2003), Ravenscraft et Scherer (1987). On a expliqué ça en se basant sur le constat que les difficultés de l'intégration en cas d'accumulation des F&A peuvent amplifier la sous performance. Ainsi l'effet de la complexité peut surpasser l'effet de l'expérience. (Voir Figure 5.1)

Dans le cas des entreprises ayant fait des F&A transnationales (E2), on a trouvé trois variables significatives (voir Tableau 5.3 : Analyse univariée, le cas des entreprises ayant fait des F&A transnationales). L'analyse univariée ainsi que l'analyse multivariée ont montré que les différences culturelles (mesurées par l'indice de Hofstede) affectent positivement la performance. C'est contre intuitif, mais on pourrait trouver plusieurs explications. Premièrement, les différences culturelles apparaissent entre les compagnies d'origine différente, or, on a montré que notamment dans le cas des fusions & acquisitions transnationales des importantes synergies peuvent de réaliser. Ces synergies sont responsables en partie de l'amélioration de la performance post-F/A. On dirait donc que ce n'est pas forcément la différence culturelle qui représente un facteur de succès, mais plutôt la synergie qui se dégage de ces différences culturelles, lorsque le processus d'intégration est correctement maîtrisé. Il se peut aussi qu'un manager

charismatique réussisse à unifier les valeurs et les normes culturelles à suivre. Un bilan culturel aide à surpasser les incompatibilités culturelles.

Concernant «La valeur de la transaction», on a démontré qu'elle affecte positivement la performance, surtout dans le cas des F&A transnationales. On a expliqué ça par le fait que lorsqu'une compagnie procède à une F&A non locale, elle est prête à la payer plus cher car elle va disposer d'une entité bien en place, bien enracinée dans ce nouveau marché (actifs tangibles et intangibles)

La troisième variable significative dans cet échantillon est « la Taille relative ». Elle affecte positivement la performance. Quand la taille de l'acquéreuse est plus grande que la cible, elle peut l'absorber plus facilement. Elle dispose généralement des ressources et des habilités nécessaires pour l'intégrer à l'ensemble.

On a comparé les résultats des échantillons E1 et E2. Bien que les corrélations ne soient pas significatives dans tous les cas entre chacune de nos 5 variables et la performance, on a pu dégager certaines conclusions (voir Tableau 5.5). La variable expérience n'affecte la performance que lorsque l'entreprise acquéreuse et la cible appartiennent au même pays. Cependant, l'impact de l'expérience est négatif sur la performance. Cette variable n'est pas significative lorsque les deux entités appartiennent à deux pays différents. Cependant l'analyse multivariée a démontré que la variable EXP affecte la performance dans le deuxième échantillon au même titre que dans le premier échantillon.

La valeur de la transaction est corrélée positivement avec la performance dans le deuxième cas, alors que la relation n'est pas significative dans le premier. Cependant, on remarque que le coefficient de corrélation ajusté est plus important lorsque les pays d'origine de l'entreprise acquéreuse et de la cible sont différents. C'est-à-dire que la valeur du deal affecte plus la performance lorsque la F&A est internationale.

Enfin la variable «taille relative» affecte positivement la performance lorsque les pays auxquels appartiennent l'acquéreuse et la cible sont différents.

Dans le cas des entreprises ayant fait des F&A dans des secteurs d'activité différents des leurs (diversification non reliée), la variable «valeur de la transaction» affecte positivement la performance. Le prix élevé payé sera la contre partie tant des biens tangibles acquis que des biens intangibles.

Concernant la variable «taille», on a démontré que c'est l'appartenance à deux secteurs différents qui fait que l'entreprise acquéreuse ne puisse pas comprendre les caractéristiques de la cible.

À travers l'analyse multivariée, on a trouvé que seule la variable «valeur de la transaction» est significative et affecte positivement la performance (voir Tableau 5.7)

Enfin le dernier échantillon E4, où il s'agit des entreprises ayant fait des F&A dans les mêmes secteurs a révélé que seule la variable «valeur de la transaction» est significative. Elle affecte négativement la performance (voir Tableau 5.8). Plusieurs explications peuvent être données pour expliquer ce résultat. Premièrement, à l'intérieur de chaque secteur il existe beaucoup de concurrence et donc, payer trop cher une cible qui a une activité très reliée à l'acquéreuse ne rapporte pas à cause du fait que la part de marché est assez limitée, surtout dans des secteurs en maturité, comme c'est le cas pour la majorité des secteurs. Deuxièmement, les F&A dans un même secteur sont assujetties à des risques de cannibalisation (mêmes clients, mêmes technologies, etc.) qui inhibent l'innovation et la synergie qui en résulterait.

En comparant E3 et E4, (voir Tableau 5.9), on a noté que l'impact de la valeur de la transaction affecte différemment la performance selon l'appartenance des deux entités aux mêmes secteurs ou à des secteurs différents. Dans le premier cas (F&A non diversifiée), plus l'entreprise paye cher la fusion ou l'acquisition,

plus elle sous-performe. Dans le second cas, la variable «valeur de la transaction» affecte positivement la performance. C'est-à-dire que l'entreprise acquéreuse arrive à rentabiliser son acquisition ou sa fusion puisqu'elle reçoit une contre partie de son investissement en termes tangibles et intangibles.

En travaillant sur l'échantillon complet, on a trouvé qu'il existe une corrélation significative entre la valeur de la transaction et la performance. (Voir tableau 4.10). Cette variable affecte négativement la performance. Dans un échantillon où on ne fait pas de distinction entre entreprises diversifiées et non diversifiées, du même pays ou de pays différents, plus on paye cher la F&A, plus il est difficile d'amortir le prix et plus on s'attend à ce que la nouvelle entité sous-performe.

Limites de la recherche

Tout au long de cette recherche on a du faire face à plusieurs défis. Premièrement, on a du travailler avec deux bases de données différentes à cause du fait qu'aucune base ne couvre l'ensemble des données. Cela nous a imposé plusieurs limites entre autre, on n'a pas pu choisir un échantillon plus large comportant des compagnies canadiennes et américaines.

Deuxièmement, la taille de l'échantillon a été réduite à 70 transactions à cause des contraintes informationnelles et la non uniformité des données. Toutefois, il conviendrait de signaler à ce niveau que plusieurs auteurs ont été obligés de restreindre la taille initiale de leurs échantillons T. De Lange, (2001), Théoret, Cohen, (2004).

Ces mêmes contraintes nous ont imposé le choix de l'horizon temporel de trois années.

Approfondissement et nouvelles directions de recherche

a- À la base de cette recherche, on peut conclure que plusieurs autres investigations pourraient être envisagées. Ainsi par exemple, on pourrait approfondir l'étude de l'impact de chaque variable sur la performance post-acquisition, en utilisant plusieurs autres méthodes (ACP, ANOVA, etc.)

b- On pourrait affiner encore plus l'analyse, en sous divisant nos échantillons afin d'étudier l'impact de ces variables sur la performance post-F&A pour les entreprises ayant la même origine (F&A nationales) et œuvrant dans le même secteur (sous échantillon E1-E4) ou encore ayant des origines différentes (F&A transnationales) et œuvrant dans le même secteur (sous échantillon E2-E4), etc.

c- On pourrait utiliser d'autres types de corrélations pour mesurer la performance notamment, les corrélations polynomiales ou exponentielles.

d- Une autre direction de recherche serait d'étudier ces corrélations pour chaque industrie, afin de dégager des résultats caractéristiques d'une certaine industrie et de formuler des conclusions sectorielles.

Bibliographie

- Livres

- Allair, Y et Firsirotu, M. 2004. *Stratégies et moteurs de performance*. Édition Gaëtan Morin Éditeur. 564 p.
- Boubakri, N., Ghaddoum, Y., Chkir, I. et Kooli, M. 2005. *Les principes de la finance d'entreprise*. Édition Gaëtan Morin Éditeur. 336 p.
- Coutinet, N., Sagot-Duvaurox, D. (2003), *Économie des fusions et acquisitions*. La Découverte, Paris, 122 p.
- Gertsen, M. C., Soderberg, A-M. et Torp, J. E. 1998. *Cultural Dimensions of International Mergers and Acquisitions*. Berlin: Walter de Gruyter, 198 p.
- Habeck, M., Kröger, F. et Träm, M. 2001. *Après la fusion, 7 clés pour réussir l'intégration*. Paris, Dunod. 161p.
- Hampden-Turner, Ch. 1992. *La culture d'entreprise : Des cercles vicieux aux cercles vertueux*. Paris: Seuil. 338 p.
- Meier, O., Schier, G. 2003. *Fusions-acquisitions : stratégie, finance, management*. Dunod, Paris, 304 p.
- Nahavandi, A. et Malekzadeh, A. R. 1993. *Organizational Culture in the Management of Mergers*. Westport, CT: Quorum Books. 200 p.
- Rousseau, L. 1990. *L'acquisition d'entreprises : Dynamisme et facteurs de succès*. Sillery, Québec : Presses de l'Université du Québec. Presses de l'Université du Québec. 208 p.
- Sathe, V. 2003. *Corporate entrepreneurship- top managers and new business creation*. Irwin. 406 p.
- Schein, E. H. 1986. *Organizational Culture and Leadership*. San Francisco : Jossey-Bass Publishers.
- Schein, E.H. 1985. *Organizational culture and leadership: A dynamic view*. San Francisco, CA: Jossey-Bass Publishers.
- Thévenet, M. 1999. *La culture d'entreprise*. Paris: Presses Universitaires de France. 128 p.
- Trompenaars, F. et Hampden-Turner, C. 1997. *Riding the waves of culture: understanding cultural diversity in business*. Publications: Nicholas Brearley. Londres. 416 p.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Ceddaha, F. 2000. *Finance d'Entreprise*. Dalloz, Paris, 4^{ième} Édition. 834 p.

- **Articles**

- Angwin, D. et Savill, B. 1997. «Strategic perspectives on European cross-border acquisitions:A view from top European executives». *European Management Journal*, vol. 15, n. 4, pp.423-435.
- Allas, T et Leslie, L. 2001. « Sizing power The power companies urge to merge probably makes them weaker, not stronger». *The McKinsey Quarterly*, Number 1
- Bain, J. 1956. «Barriers to new competition». Cambridge-Harvard, university press.
- Baril, H. 2005. «Les entreprises reprennent goût aux fusions ». *La Presse Affaires*.
- Berger, P.G et Ofek, E. 1995. «Diversification's effect on firm value». *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Bodnar, G.M., Tang, C. et Weinthrop, J. 1998. «Both sides of corporate diversification: The value impacts of geographic and industrial diversification». *Working Paper, University of Pennsylvania*.
- Boisvert, M. 2005. «C'est reparti! ». *La presse*.
- Cartwright, S. et Cooper, C. 1993. «The role of culture compatibility in successful organizational marriage». *Academy of Management Executive*, vol. 7, n. 2, pp. 57-69.
- Chandler, A.D. 1992. «Organizational capabilities and the economic history of industrial enterprise». *Journal of economic perspectives*, vol. 6, no 3, p. 79-100.
- Christian Berggren, 2001. «Mergers, MNES, and innovation: the need for new research approaches».
- Clérouin, Y. 2005. «Vague de fusions et d'acquisitions en vue». *Les Affaires Investir*, p. 67.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M., Schweiger D. et Y. Weber. 1992. «Cultural Differences and Shareholder Value in Related Mergers : Linking Equity and Human Capital». *Strategic Management Journal*, 13, 319-334.
- Christophe, S.E. et Pfeiffer, Jr., R.J. 1998. «The valuation of U.S. MNC international operations during the 1990's. *Working Paper, George Mason University*.
- Click, R. W. et Harrison, P. 2000. «Does multinationality matter? Evidence of value destruction in U.S. multinational corporations». *Working Paper, Federal Reserve Board*.
- Cooper, C. L et Rousseau, D. M. (s.d). «Trends in organizational behaviour». New York: John Wiley & Sons, Volume. 6, pp 81-104.
- Datta, D. K et G. Puia. 1995. «Cross-border Acquisitions : An Examination of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms». *Management International Review*, 35(4), 337-359.

- Datta, D. K. 1991. «Organisational fit and acquisition performance : effects of post-acquisition integration». *Strategic Management Journal*, 12 : 281-97.
- Denis, D.J., Denis, D. K., et Yost, K. 2002. «Global diversification, industrial diversification and firm value». *Journal of Finance* 57, 1951-1979.
- D'Iribarne, P. 2000. «Management et différences culturelles». *Problèmes économiques*, N°2.668, p. 31.
- Dumarest, L., Righenzi de Villiers, H. et Schlumberger, W. 1999. «Fusions – acquisitions, les règles d'or d'une intégration réussie». *Option Finance*, N°566, p. 40.
- Haspeslagh, P. C., et Jemison, D. B. 1991. «Managing acquisitions:Creating value through corporate renewal.» New York: The Free Press.
- Hawawini, G.A., Swary, I. 1990. « Mergers and Acquisitions in the US Banking Industry: Evidence from the Capital Markets ». *Journal of Economic literature*.
- Hayward, M. L. A. 2002. «When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990–1995». *Strategic Management Journal*, 23(1), 21–39.
- Hitt, M. A., Harrison, J. S., et Ireland, R. D. 2001. «Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders». Oxford, UK: Oxford University Press.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., et Moesel, D. D. 1993. «Construct validity of an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy». *Strategic Management Journal*, 14(3), 215–235.
- Hyland, D. and Diltz, D. 2002. «Why firms diversify: An empirical examination». *Financial Management*, 31 (1): 51-81.
- Jaeger. A. M. 1987. «La culture organisationnelle : un élément à ne pas oublier dans les acquisitions et fusions». *Gestion, revue internationale de gestion*, volume 12, numéro 3.
- Kim, C., et Pantzalis, C. 2003. «Global/Industrial diversification and analyst herding». *Financial Analysts Journal* 59, 69-79.
- Kitching, J. 1967. «Why do mergers miscarry?». *Harvard Business Review*, 45(6), 84–101.
- Krishnan, H., Miller, A. et Judge, W. 1997. «Diversification and top management team complementarity: Is performance improved by merging similar or dissimilar teams? ». *Strategic Management Journal*, 18: 361-374.
- Kusewitt, J. B. 1985. «An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance». *Strategic Management Journal*, 6(2), 151–169.
- Lubatkin, M. 1983. «Merger and the performance of the acquiring firm». *Academy of Management Review*, 8(2): pp218-25.

- Maj David R. King, USAF and Lt Col John D. Driessnack, USAF. 2003. «Investigating the integration of acquired firms in high-technology industries: implications for industrial policy». *Acquisition Review Quarterly*
- Markides, C. et Ittner, C. 1994. «Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions». *Journal of International Business Studies*, 25: 343-365.
- Morck, R., Shleifer, A., et Vishny, R.W. 1990. «Do managerial objectives drive bad acquisitions?». *Journal of Finance* 45, 31-48
- Morosini, P., Scott, S et Singh, H.1998. «National Cultural Distance and Cross- Border Acquisition Performance».. *Journal of International Business Studies*, 29. 137-158.
- Nahavandi, A. and Malekzadeh, A. R. 1988. «Acculturation in mergers and acquisition» *Academy of Management Review*, vol. 13, n. 1.
- Noël, A., Véry, P. et M. Wissler. s.d .«Perspectives en Management Stratégique», Paris : Economica, 199-223.
- Orr, D. 1999. «Executive compensation : Damn Yankees, Safe Heaven». *Forbes*, p. 206
- Porter, M. 1980. «Competitive strategy». New York : Free Press.
- Ravenscraft, D. et Scherer, F. 1987. «Mergers Sell-off and Economic Efficiency». *Brookings Institution. Washington DC.*
- Refait, M. 1991. « Le rôle économique des offres publiques d'achat et d'échange ». Presse universitaire de France.
- Rovit, S et Lemire, C. 2003. «Your best M&A strategy». *Harvard Business Review*
- Rumelt, R. P. 1974. «Strategy structure and economic performance». *Harvard University Press, Cambridge, MA.*
- Rumelt, R. P. 1982. «Diversification strategy and profitability». *Strategic Management Journal*, 4, pp.359-369.
- Salter, M. S. et Weinhold. W.A. 1979. «diversification through acquisitions: strategies for creating economic value». New York: Free Press.
- Schneider, S.C. 1988. «National versus corporate culture: Implications for human resources management». *Human Resource Management*, 27(1), pp 231-46.
- Shelton, L. M. 1988. «Strategic business fit and corporate acquisition: Empirical evidence». *Strategic Management Journal*, 9: 279- 88.
- Shrivastava, P., Huff, A. et Dutton, J. (Eds). 1993. «Advances in Strategic Management». Greenwich, CT: JAI Press, pp. 323-46.

- Schwartz, S.H. 1990. «Individualism-collectivism: Critique and proposed refinements». *Journal of Cross-Cultural Psychology*, Volume 21, pp 139 – 157.
- Singh, H et Montgomery, C.A. 1987. «corporate acquisition strategies and economic performance». *Strategic Management Journal*, 8: 377- 86
- Sirower, M. L. 1997. «The synergy trap:How companies lose the acquisition game». New York: The Free Press.
- Varadarajan, P et V. Ramanujam. 1987. «Diversification and performance: Areexamination unsing a new two- dimensional conceptualization of diversity in firms». *Academy of Management Journal*, 30, pp 380-393.
- Venables, A. et Smith, A. 1986. «Trade and Industrial Policy under Imperfect Competition ». *Economic Policy*, pp 623-671
- Whittington, R. 2000. « Apologie du conglomérat ». *Les échos*, L'art de la stratégie, 3 p.
- Wilkins, A.J. 1983. «The culture audit: A tool for understanding organizations», *Organizational Dynamics*, autumn, p p. 24-38.
- Williamson, O. E. 1981. «The modern corporation: origins, evolution and attributes». *Journal of Economic Litterature*, 19: 1537-68.
- Zanna, M. (Ed.). 1992. « Advances in Experimental Social Psychology». New York: Academic Press, Volume. 25, pp 1-66.

- **Organismes:**

- Banque centrale européenne. Octobre 2004. David Marqués Ibáñez et Yener Altunbas. «*Mergers and acquisitions and bank performance in Europe the role of strategic similarities*». Working paper series NO. 398.
- CNUCED, *Rapport sur l'investissement dans le monde*. s.d
- Federal Reserve Bank of San Francisco. 1999. Kwan, S.H. et Wilcox, J.A. « *Hidden cost reductions in bank mergers: accounting for more productive banks* ». Working paper #99-10.
- Mercer Management Consulting et Audencia Nante école de management. Institut de l'entreprise. Octobre 2003. «*Fusions- acquisitions : les défis de l'intégration*».
- Ministère de la culture, Département des Etudes, de la Prospective et de la statistique (DEPS). Paris. 2000. Rouet, F. « Les grands groupes des industries culturelles».

- **Mémoires**

Cécile Quentin «Fusions -acquisitions et création de valeur», mémoire DESS Finance d'entreprise, CREEFIA. France. Octobre 2001.

Hicham Daher. « Les fusions et les acquisitions sont elles des mécanismes de contrôle externe ? Le cas des rapprochements assurance-banque». Mémoire. Université de Lille 2. France.

- **Autres littératures**

Dumitriu, C. Notes de cours 2005

Manuel de l'Institut Canadien des Comptables Agréés (ICCA).

- **Conférences**

Conférence AFFI. Salami, A.R. et Sudarsanam, P.S. « Determinants of the choice of payment method in United Kingdom mergers and acquisitions». 1993.

- **Sites Internet**

Finance d'entreprise: <http://www.annufinance.com/fusions-acquisitions/>

Informations comptables :

http://rfcomptable.grouperf.com/article/0323/ms/rfcompms0323_2069.html

Les Échos: <http://www.lesechos.fr>

Harvard Business Review: <http://www.hbr.com>

Étude sur l'industrie culturelle en France:

http://www.culture.gouv.fr/dep/telechrg/tdd/grands_groupes/debut.pdf

Geert Hofstede Cultural Dimensions:

http://www.geert-Hofstede.com/hofstede_canada.shtml

Conférence sur les F&A :

<http://www.fasken.com/WEB/FMDWEBSITEFRENCH.NSF/0/A46EA9E8C9384C8B85256F16006BEAB0?OpenDocument>

Organisation internationale du travail :

<http://www.ilo.org/public/french/bureau/inf/pr/2001/06.htm>

Statistiques sur les F&A :

<http://www.statistics.gov.uk/statbase/tsdataset.asp?vlnk=993&More=Y>

Price Waterhouse Cooper: <http://www.pwccn.com/home/eng/notexist.html>

The Mc Kinsey Quarterly: <https://www.mckinseyquarterly.com/register.aspx?ArtID=1303>

L'Expansion > n° 594 < du 1^{er} au 14 avril 1999 : <http://weill.univ-tln.fr/dsdivers/fusech.htm>