

Introduction

En 2008, la faillite de la banque d'affaires *Lehmann Brothers* a fait naître un gouffre. Les Etats craignaient une redite de la crise de 1929. Un an plus tard, en Asie, aux Etats-Unis et en Europe, des analystes parlent de la fin de la récession. Sur les marchés financiers, la crise semble même déjà de l'histoire ancienne. La hausse continue des indices boursiers à Paris, Londres, New York et Tokyo depuis le mois de mars 2009 l'a démontré. Entre le lundi 7 et le vendredi 11 septembre, le CAC 40 a gagné 3,78 %, franchissant le seuil symbolique de 3 700 points avec 3 734,89 points très exactement. A Wall Street, le S&P 500 a dépassé la barre des 10 000 points après un gain de 3,94 %, tandis qu'à Londres le Footsie a engrangé 3,29 %¹. Selon la règle boursière, une dynamique positive peut se traduire par une « poussée spéculative ». En l'absence d'indicateurs économiques significatifs, les investisseurs se sont emballés sur les annonces d'offres publiques d'achat. Après des mois d'inactivité, plusieurs entreprises cotées se sont engagées dans des prises de contrôle d'entreprises.

L'année 2009 a enregistré des opérations d'une telle envergure, comme l'offre de *Kraft* sur *Cadbury*², suivie par celle de *Vivendi* sur l'opérateur brésilien *GVT*, le rachat de *Cegelec* par le groupe *Vinci* ou l'annonce de négociations entre le brasseur japonais *Suntory* et *Orangina*. Le rythme calme sur le marché des OPA/E³ enregistré en 2009 s'explique par l'environnement économique, qui était trop incertain pour que la plupart des dirigeants d'entreprise se lancent dans des opérations d'envergure. Pendant le premier trimestre de l'année 2010, plusieurs opérations sont annoncées.

1. *Le Monde*, le 12 septembre 2009.

2. Cette OPA a été acceptée par *Cadbury* début 2010 contre revalorisation du prix par action offert par *Kraft*.

3. Offre publique d'achat et/ou d'échange.

En effet, d'après le quotidien *Le Monde*⁴, le producteur de gaz industriels américain *Air Products and Chemicals* lance, vendredi 5 février, une offre publique d'achat hostile à sept milliards de dollars (5,1 milliards d'euros) sur son concurrent et compatriote *Airgas*. L'offre de soixante dollars par action représente une prime de 38 % par rapport au dernier cours de bourse. Les analystes s'interrogent toutefois sur une possible intervention de l'Allemand *Linde* ou du Français *Air Liquide*, respectivement numéro un et numéro deux mondiaux. L'assureur britannique *Prudential* annonce, lundi 1^{er} mars, vouloir racheter pour 35,5 milliards de dollars (26,3 milliards d'euros) les actifs asiatiques de l'assureur américain *AIG*. Il s'agirait du plus grand projet d'acquisition de l'histoire de l'assurance. C'est le retour des grandes manœuvres.

Pour croître, les entreprises peuvent choisir entre deux stratégies : la croissance interne (ou organique), à travers la création de nouvelles capacités de production, ou la croissance externe qui est un processus de croissance par acquisition de tout ou partie d'entreprises existantes. Lorsque la croissance externe passe par la prise de contrôle d'une entreprise, on parle de fusions et acquisitions (Coutinet et Sagot-Duvaurox, 2003). Les fusions et acquisitions (notées ci-après F&A) constituent l'un des modes de développement les plus répandus. C'est un moyen pour mener des stratégies de spécialisation, d'intégration verticale ou de diversification. Le terme « prise de contrôle », dont la première modalité est celle des OPA/E, implique le transfert du contrôle d'une entreprise d'un groupe d'actionnaires à un autre. Ainsi, lorsqu'une entreprise acquiert une cible, le droit de contrôler toutes les activités d'exploitation de la cible est transféré au conseil d'administration nouvellement élu de l'acquéreur : c'est une prise de contrôle par acquisition. La prise de contrôle renvoie aussi à des modalités différentes, à côté des F&A, que sont les batailles de procuration et d'autres opérations de type particulier comme le retrait de la cote (Ross, Westerfield et Jaffe, 1990), qui concernent le plus souvent des opérations de rachat avec un fort levier d'endettement (*Leverage Buy-Out* et *Leverage Buy-In*). La prise de contrôle d'entreprises est considérée comme un instrument de la gouvernance des entreprises. En effet, lorsque les objectifs stratégiques définis par les dirigeants ne satisfont pas à la contrainte de création de valeur, un conflit d'intérêts naît entre les dirigeants et les actionnaires. Les OPA/E permettent de résoudre ce conflit au travers de l'exécution d'une prise de contrôle externe qui traduit une modification des contrats fondamentaux (un risque de révocation pour les dirigeants à l'issue de la prise de contrôle).

Concernant la contribution des travaux empiriques relatifs aux prises de contrôle d'entreprise, Andrade, Mitchell et Stafford (2001) rapportent que les études ont

4. *Le Monde*, le 9 février 2010.

fourni beaucoup de réponses au sujet de leurs tendances et leurs caractéristiques au cours du dernier siècle, mais des résultats plus limités quant à leur motivation. Les fondements théoriques des prises de contrôle présentent un manque d'homogénéité vu leur diversité et leur interdépendance. Brealey et Myers (2003) soulignent que l'on peut habituellement trouver une raison qui justifie une fusion en particulier. Mais nous sommes limités à expliquer chaque fusion en elle-même. Ainsi, face à l'importance de ce phénomène de prise de contrôle des entreprises et de la question des réelles motivations de ce type d'opération, l'identification des firmes qui sont susceptibles de faire l'objet d'une prise de contrôle est devenue essentielle dans la mesure où elle permettrait, entre autres, aux investisseurs d'obtenir des rentabilités supérieures.

Les prises de contrôle par voie d'OPA/E ont fait l'objet de nombreux travaux que l'on peut classer selon deux catégories d'objectifs. Une première catégorie d'études s'intéresse à l'évaluation de la performance comptable et boursière de la firme initiatrice pour en déduire l'efficacité (ou la non-efficacité) des prises de contrôle. La performance est donc appréciée à court ou à long terme. Une deuxième catégorie de travaux analyse les caractéristiques des firmes acquises afin d'élaborer des modèles prédictifs de prise de contrôle, pour mettre en évidence les motivations implicites des entreprises acquéreuses, ou analyse les firmes initiatrices et cibles conjointement, pour distinguer les unes des autres.

Concernant l'élaboration d'un modèle prédictif des entreprises cibles de prise de contrôle, on recense plusieurs études, surtout anglo-saxonnes : Simkowitz et Monroe (1971), Stevens (1973), Walter (1994), Harris *et al.* (1982), Wansley et Lane (1983), Dietrich et Sorensen (1984), Palepu (1986), Cudd et Duggal (2000), Espahbodi et Espahbodi (2003) aux Etats-Unis ; Castagna et Matolcsy (1976), Chapman et Judor (1987), Eddey (1991) en Australie ; Belkaoui (1978), Rege (1984), Kira et Morin (1993) au Canada ; Tzoannos et Samuels (1972), Barnes ((1990), (1999), (2000)) et Powell ((1997), (2001), (2004)) au Royaume-Uni. Si les résultats des tests sont différents et ne convergent pas vers les mêmes conclusions, pour beaucoup d'auteurs les variables financières sont discriminantes en termes de probabilité d'acquisition entre les firmes cibles et les non-cibles. Parallèlement, peu d'études se sont intéressées aux entreprises européennes impliquées dans de telles opérations. En France, on recense les études de Guillou et Grolier (1976), Navatte (1978), Dumontier, Brunet et Souton (1989), Grand (1991), Le Corveller (1992), Caby (1994), Nguyen (2005), Allani (2005), Boubaker et Hamza (2014). En Grèce, les travaux de Zanakis et Zopounidis (1997), de Tsagkanos, Georgopoulos et Siriopoulos (2006). En Espagne, on trouve l'étude de Alcalde et Espitia (2003), en Belgique, celle de Colot et Mpasinas (2005). En utilisant différentes variables financières, Guillou et Grolier (1976) et Navatte (1978) estiment qu'il est impossible de déterminer un profil type

des sociétés engagées dans ce type d'opérations sur la seule base de leurs caractéristiques financières, alors que les modèles élaborés par Dumontier, Brunet et Souton (1989) affichent un pouvoir explicatif supérieur pour classer les deux types d'entreprises, initiatrices et acquises. Pour Brar, Giamourdis et Liodakis (2009), qui ont tenté d'établir un modèle européen de prise de contrôle en utilisant un échantillon composé de plusieurs entreprises européennes acquises entre 1992 et 2003 (Royaume-Uni, France, Allemagne, Espagne, Italie, Pays-Bas, etc.), les firmes cibles de prise de contrôle sont caractérisées par une faible taille, sont sous-évaluées, ont de faibles liquidités et réalisent une faible croissance du chiffre d'affaires, avec une augmentation importante et momentanée du cours de leurs actions, celles-ci étant activement vendues avant l'annonce de l'opération d'acquisition. *In fine*, les résultats des études effectuées demeurent très mitigés. Pour certains auteurs, les seules variables financières ne peuvent discriminer efficacement les différents groupes d'entreprises. Autrement dit, un profil type des firmes acquises, initiatrices et non acquises ne peut être mis en évidence. Pour d'autres, les résultats semblent être plus probants. Cet ouvrage s'inscrit dans le cadre de la deuxième catégorie des travaux académiques, à savoir l'étude des caractéristiques économiques et financières des firmes cibles et la construction d'un modèle de probabilité d'acquisition.

Bien que ces opérations soient souvent peu probantes au regard de la création de valeur pour les entreprises initiatrices, elles ne cessent de se multiplier. Ce constat conduit à poser la question suivante : pourquoi les firmes initiatrices s'engagent-elles encore dans des opérations de prise de contrôle sachant que ces dernières ne semblent pas permettre l'amélioration de leur performance post-acquisition ? Quelles sont leurs principales motivations ? Pour répondre à la question, il est proposé dans cet ouvrage de tester plusieurs théories explicatives des prises de contrôle et de détecter des facteurs susceptibles d'influencer ce type d'opérations. On cherche à identifier les motivations implicites des firmes acquéreuses, avec pour objectif principal de dégager un modèle performant de prévision des firmes cibles. Par ailleurs, vu l'intensité des opérations de prise de contrôle et le nombre limité des recherches européennes en la matière, il nous semble nécessaire de procéder à une étude plus approfondie. Aussi, on tente par ce travail d'élaborer un modèle de prévision des prises de contrôle en introduisant à côté des variables quantitatives utilisées par les travaux précédents (la rentabilité, la dette, la distribution des dividendes, la structure d'actionariat, etc.), des variables originales, et de vérifier leur apport dans l'amélioration de la performance des modèles prédictifs. La présente recherche est focalisée sur le test des motivations théoriques des prises de contrôle susceptibles d'être vérifiées en identifiant les caractéristiques des entreprises cibles d'une OPA/E. La démarche adoptée est donc à dominante hypothético-déductive.

L'identification des particularités des firmes cibles d'OPA/E et la construction des modèles de probabilité d'acquisition sont un sujet largement traité dans la littérature académique. Les résultats des études empiriques précédentes ne coïncident pas toujours, sont parfois contradictoires concernant l'impact significatif de telle ou telle variable et contestent même la possibilité de modéliser les prises de contrôle. Concernant la performance des modèles de prévision des prises de contrôle, les résultats des travaux rapportent des taux de classement correct des entreprises cibles dans l'échantillon d'origine qui varient de 60 % à 80 %. Une partie de la variance demeure donc non expliquée, ce qui signifie qu'il existe d'autres motivations des prises de contrôle propres aux firmes acquéreuses, qui n'ont pas été prises en considération dans la construction des modèles de prévision des OPA/E. L'originalité principale de la démarche de cette recherche est qu'elle procède tout d'abord à une étude exploratoire (première étude), afin de dégager les principales variables financières prédictives des OPA/E utilisées par les praticiens des F&A dans leur prévision des firmes cibles, avant de tenter de construire un modèle de probabilité d'acquisition (deuxième étude). Cette étude exploratoire ouvre la voie à une nouvelle piste de recherche des variables prédictives et constitue une première en son genre.

La deuxième étude est consacrée à une recherche empirique appliquée au marché européen, pour mettre en évidence les particularités des entreprises européennes cibles de prises de contrôle. Il s'agit d'analyser les caractéristiques économiques et financières des firmes européennes acquises par voie d'OPA/E, afin d'identifier les motivations implicites des entreprises acquéreuses et développer un modèle performant de prévision des firmes cibles. Outre son intérêt générique en matière de prévision des firmes cibles potentielles d'OPA/E, l'étude se propose d'améliorer les performances des modèles de prévision à travers l'intégration des variables caractéristiques non encore prises en compte par les études précédentes.

Ainsi, plusieurs points contribuent à singulariser cette recherche : tout d'abord, elle enrichit les travaux concernant l'étude du profil des entreprises cibles de prises de contrôle en visant le marché européen, un marché encore vierge, et elle contribue ainsi à une meilleure compréhension du pourquoi des OPA/E en Europe. Ensuite, et contrairement aux derniers travaux réalisés (Allani (2005) et Nguyen (2005) en France) qui regroupent des firmes acquises jusqu'à l'année 2004, cette étude s'étale sur la période 1996-2007 et couvre de ce fait les deux dernières vagues d'OPA/E observées sur le marché de contrôle des entreprises. La sélection d'un échantillon d'entreprises relatif à des opérations plus récentes permet de prendre en compte les évolutions de la gouvernance ainsi que celles relatives à la nouvelle réglementation des offres publiques d'achat et d'échange en Europe.

Dans la mesure où un modèle prédictif des OPA/E pourrait être élaboré, cet ouvrage intéresse plusieurs catégories d'agents économiques. Les investisseurs institutionnels ou individuels, qui pourront en tirer profit dans le cadre de la gestion de leur portefeuille⁵. Les entreprises sujettes à ce type d'opérations, qui seront en mesure d'apprécier leur probabilité d'acquisition et d'élaborer des stratégies de défense anti-OPA adéquates. Les directeurs, qui pourront apprécier la probabilité d'acquisition de leur entreprise et mettre en place à l'avance des mesures anti-OPA⁶ afin de conforter leur place et préserver leur emploi. Les entreprises qui cherchent à initier des opérations de croissance externe par voie d'OPA/E et sont à la recherche de firmes cibles aux opportunités économiques et financières importantes.

Le présent ouvrage est composé de deux parties dont chacune comporte deux chapitres. La première partie propose une revue de la littérature des justifications théoriques et contributions empiriques relatives aux offres publiques. Le premier chapitre expose l'aspect économique et juridique des offres publiques en Europe. Le deuxième porte sur les motivations et le rôle économique des offres publiques. La deuxième partie comprend deux autres chapitres. Le troisième chapitre est dédié à une première étude empirique sur la modélisation des prises de contrôle : il s'agit de l'étude exploratoire réalisée à l'aide d'une enquête par questionnaire auprès des praticiens de F&A. Le quatrième chapitre consiste à élaborer un modèle performant de prévision des firmes européennes cibles de prises de contrôle pendant la période totale (1996-2007), ainsi que sur deux sous-périodes (1996-2000 et 2001-2007), chacune caractérisée par une vague d'OPA/E.

5. L'initiateur d'une OPA propose un prix d'achat pour une action de la firme visée qui est égal au cours de l'action à la veille de l'annonce de l'opération, majoré d'une prime qui atteint en moyenne 35 %. S'il anticipe cette annonce, l'investisseur avisé achètera l'action avant l'offre pour la revendre au prix offert et réaliser ainsi un profit égal à la prime.

6. Il existe deux principaux types de dispositifs de protection contre une offre publique hostile : ceux à caractère préventif, qui existent avant toute opération hostile, et ceux qui interviennent en termes de ripostes, mises en place au moment de l'opération. Afin de respecter les principes de transparence et d'égalité des actionnaires minoritaires, ces dispositifs sont généralement encadrés de manière stricte par la loi.