

Introduction générale

« Il faut marcher sur deux jambes. La globalisation nous pousse à regarder et à investir au-delà de nos frontières. Mais il faut aussi développer des compétences sur nos marchés historiques. »

Paul Hermelin, PDG de Capgemini (*Les Echos*, 5 avril 2011)

« Les acquisitions représentent un axe essentiel du plan de croissance rentable de Rexel et nous continuerons à investir dans les marchés émergents comme dans les marchés matures. »

Rudy Provoost, président du directoire de Rexel
(Rapport d'activité 2012, p. 16)

« Aujourd'hui, notre ambition est de constituer un leader mondial équilibré entre pays émergents et pays matures, entre capacité à innover et capacité à croître. »

Bruno Lafont, PDG de Lafarge (*Les Echos*, 7 mai 2014)

Ces citations, extraites de la presse économique et financière, reflètent l'importance pour la performance des entreprises, du développement international des entreprises, tout particulièrement par la réalisation de fusions-acquisitions.

L'activité de fusions-acquisitions se caractérise au cours du temps par la manifestation de vagues dont la dernière s'est terminée avec la crise économique de 2008. A ce jour, l'année 2007 demeure celle ayant connu le plus grand nombre d'opérations, leur valeur s'élevant à 4 130 milliards de dollars (Thomson Reuters, 2014). Si la conjoncture économique explique le ralentissement des opérations de croissance externe des entreprises, leur activité reste élevée et les annonces réalisées au cours de l'année 2014 suggèrent qu'une nouvelle vague se profile. En France, les entreprises

se montrent particulièrement actives en la matière puisqu'elles réalisent 4 % du nombre et de la valeur des opérations observées au niveau mondial, les positionnant ainsi à la troisième place, derrière les entreprises américaines et britanniques (d'après les informations disponibles dans la base de données *Securities Data Company's (SDC) Platinum on Line*, de 1990 à juin 2014). Sur les six premiers mois de l'année 2014, le marché français a connu une forte croissance en enregistrant des opérations d'une valeur de 107,7 milliards d'euros, soit un montant quatre fois supérieur à celui du premier semestre de 2013 (article de *Thomson Reuters*, publié le 1^{er} juillet 2014).

Par ailleurs, l'étude de la dynamique des fusions-acquisitions internationales fait état d'une hausse des opérations impliquant des entreprises de nationalités différentes. A titre d'illustration, elles ont augmenté de 53 % en 2011 (CNUCED, 2014). En outre, les entreprises des pays émergents jouent un rôle croissant dans l'activité de fusions-acquisitions mondiales. La part des opérations réalisées dans ces pays est en nette croissance, au détriment de celles effectuées dans les pays matures : 26 % en 2013, 24 % en 2010, alors qu'elle n'était que de 6 % en 1990 (CNUCED, 2014).

Le fort recours aux stratégies de croissance externe s'explique par le fait qu'elles permettent d'atteindre des objectifs variés dans un temps limité (Slangen et Hennart, 2008). La littérature met pourtant en exergue les risques que revêtent ces opérations aux motivations et aux caractéristiques multiples, leur complexité se retrouvant tant sur les plans financier, stratégique qu'humain. Les travaux portant sur leur pertinence financière font état d'une baisse de la performance des entreprises ou, tout au mieux, de son maintien, postérieurement à la réalisation de fusions-acquisitions (Agrawal *et al.*, 1992 ; Devos *et al.*, 2009). Dans cette lignée, des auteurs estiment que les taux d'échec de ces opérations peuvent atteindre plus de 50 % (Vazirani, 2012). Toutefois, des recherches ont précisé que si les rentabilités anormales sont effectivement faibles, voire négatives pour les acquéreurs, elles sont, en revanche, fortement positives pour les cibles à l'annonce de ces opérations (Moeller et Schlingemann, 2005).

La globalisation a généré de nouvelles opportunités, mais aussi de nouvelles contraintes, pour l'expansion des entreprises, leurs localisations pouvant être source d'avantages concurrentiels (Goerzen *et al.*, 2010). En effet, les entreprises doivent ajuster leurs investissements en conséquence et porter une attention toute particulière à la localisation de leurs activités (Colovic et Mayrhofer, 2011). Cela s'explique par des législations plus favorables au commerce international et, également, par le poids grandissant des pays émergents dans l'économie mondiale. Ces mutations de l'environnement international ouvrent de nouvelles perspectives pour les stratégies de croissance externe. Ainsi, l'accès à de nouveaux marchés géographiques serait devenu la première motivation avancée lors de la réalisation de fusions-acquisitions (Grant

Thornton, 2011). Elles constituent effectivement un mode d'entrée privilégié sur les marchés étrangers.

Dans ce contexte économique, de nombreuses questions émergent de l'activité de fusions-acquisitions : quels critères déterminent le choix d'une entreprise de réaliser une fusion-acquisition à l'étranger et notamment dans les pays émergents ? Quelle est la performance des fusions-acquisitions nationales et internationales ? Comment celle-ci peut-elle être évaluée ? Quels indicateurs influencent leur performance ? Les chercheurs en management international se sont intéressés principalement aux choix des modes d'entrée sur un marché étranger et à la localisation des investissements des entreprises, tandis que les chercheurs en finance se sont plutôt concentrés sur les motivations et la création de valeurs de ces opérations.

Au regard des multiples transformations de l'environnement mondial, l'étude de l'internationalisation des entreprises a donné naissance à de nombreux développements conceptuels. Un champ de recherche s'est ainsi attaché à mieux comprendre les modes d'entrée utilisés par les entreprises pour leur expansion internationale. Les fusions-acquisitions sont un des moyens qu'elles peuvent utiliser pour pénétrer un marché étranger. Il s'agit de celui le plus engageant dans la mesure où il revêt un caractère quasi irréversible. Les fusions-acquisitions internationales traduisent ainsi une stratégie durable de localisation hors du territoire d'origine de la firme. Ce fort degré d'implication dans un pays étranger suppose de supporter des risques élevés, mais offre en contrepartie un accès privilégié aux ressources locales. Dès lors, les risques et la performance des stratégies d'internationalisation dépendent du mode d'entrée choisi. C'est pourquoi cette décision est considérée comme une des plus critiques pour le développement d'une entreprise à l'étranger.

Par conséquent, les stratégies de localisation sont souvent associées au choix du mode d'entrée (Dunning et Lundan, 2008a). La localisation des entreprises constitue un des trois piliers du paradigme éclectique développé par Dunning (1998). Ce cadre théorique explique les choix des modes d'entrée sur les marchés étrangers par la combinaison de trois avantages O-L-I, c'est-à-dire ceux spécifiques à l'entreprise (O, *Ownership advantages*), à la localisation (L, *Location advantages*) et à l'internalisation (I, *Internalisation advantages*). Il attire ainsi l'attention sur les éléments pris en compte pour l'internationalisation des entreprises. Selon le paradigme éclectique, ils ne se limitent donc pas uniquement aux spécificités des entreprises et intègrent aussi les caractéristiques du pays local. Dès lors, la réalisation de fusions-acquisitions internationales supposerait la réunion des trois avantages. En outre, dans la version révisée du paradigme éclectique, Dunning et Lundan (2008a) intègrent les enjeux des institutions locales, puisque ces dernières influencent nécessairement les activités des entreprises.

Ces développements ont conduit les chercheurs à s'interroger sur les incidences exercées par les diverses dimensions séparant le pays de l'acquéreur de celui de la cible, la distance géographique, la croissance économique, la qualité des institutions et les différences culturelles (Goerzen *et al.*, 2010 ; Malhotra et Gaur, 2014).

Au regard de l'engouement porté par les entreprises aux marchés internationaux, notamment aux marchés émergents, celles-ci semblent encouragées à se positionner durablement dans ces pays par le biais de fusions-acquisitions. Une littérature abondante s'intéresse aux choix des modes d'entrée et à l'internationalisation des entreprises. Toutefois, à notre connaissance, peu de recherches mobilisent simultanément différentes dimensions traduisant les opportunités et les contraintes d'un marché étranger pour la décision de procéder à une fusion-acquisition dans un pays mature ou émergent. C'est pourquoi nous débutons notre recherche par l'analyse des influences exercées par les spécificités du pays de la cible sur le choix de réaliser une opération dans un pays mature ou émergent.

La question de la performance des fusions-acquisitions faisant partie intégrante de la décision d'entreprendre une stratégie de croissance externe, nous avons choisi d'approfondir notre recherche par l'analyse de cette thématique (Akdoğan, 2011 ; Moeller et Schlingemann, 2005). Une revue de la littérature des travaux traitant des fusions-acquisitions en finance met, tout d'abord, en exergue deux problématiques principales : les causes, tant internes qu'externes aux entreprises, motivant le développement de ces opérations et l'évaluation de leur performance. Celles-ci sont fortement reliées dans la mesure où les travaux démontrent que leur performance est influencée par les intentions des acquéreurs (Haspeslagh et Jemison, 1991 ; Hoberg et Phillips, 2010).

Pour expliquer leurs motivations, certains travaux s'ancrent dans l'économie industrielle (Bain, 1956 ; Manson, 1939). Ils étudient l'environnement économique et financier pour mieux comprendre les déterminants du choix de la réalisation des stratégies de croissance externe. Les fusions-acquisitions se développeraient ainsi plus fortement lorsque des mutations apparaissent dans l'environnement international. Les innovations technologiques, la conjoncture boursière ou encore les modifications réglementaires encourageraient les entreprises à réaliser des fusions-acquisitions (Sudarsanam, 2010). Ainsi, parmi les principales motivations avancées pour la réalisation de ces opérations, sont mentionnés l'accroissement du pouvoir de marché et la réalisation de synergies (Hoberg et Phillips, 2010). En effet, ces stratégies sont fondées sur le principe que la valeur combinée des entreprises est supérieure à celle des sociétés prises séparément (Erel *et al.*, 2012). Conjointement, la théorie de l'agence et ses prolongements met en évidence le rôle joué par les comportements managériaux (Jensen et Meckling, 1976). Les travaux relevant de ces théories expliquent le recours

aux fusions-acquisitions par les comportements opportunistes des dirigeants visant à satisfaire leurs propres intérêts (Fuller *et al.*, 2002) et les problématiques d'*hubris*, exprimant la surestimation de leurs capacités à créer de la valeur à partir de ces opérations (Aktas *et al.*, 2009 ; Roll, 1986). En outre, la théorie des *free cash flows* (Jensen, 1986) précise que les fusions-acquisitions peuvent être réalisées lorsque les acquéreurs disposent d'une trésorerie importante, sans qu'aucun investissement ne soit prévu, et décident alors de l'allouer dans l'achat de cibles surévaluées ou non stratégiquement pertinentes (Ouimet, 2013).

La littérature s'est fortement intéressée à la performance des fusions-acquisitions. Ce concept renvoie à de nombreuses significations. A leur annonce, la performance de ces opérations peut être appréhendée par l'estimation de leur performance future ; elle peut aussi être estimée sur une période plus longue après leur réalisation effective. L'évaluation de la performance des fusions-acquisitions est ainsi effectuée à l'aide d'un large éventail de mesures (Very, 2011). Principalement, sont utilisées les mesures de la performance boursière et celles de la performance économique et organisationnelle, sur une période courte ou longue (Healy *et al.*, 1992). Dans la revue de littérature, nous justifions notre choix de recourir à une mesure de la performance boursière à partir des rentabilités anormales des acquéreurs mesurées à l'annonce de fusions-acquisitions. Bien que souffrant de biais, plusieurs auteurs considèrent que les rentabilités anormales, mesurées en recourant à la méthodologie de l'étude d'événements, sont les plus fiables statistiquement (Aktas *et al.*, 2009 ; Andrade *et al.*, 2001). Il s'agit donc d'une mesure incontournable tant pour les chercheurs (Sudarsanam, 2010) que pour les dirigeants d'entreprises cotées (Albouy, 2006).

Nous précisons, cependant, que la principale limite de cet indicateur réside dans les problématiques d'anticipation des événements (Cai *et al.*, 2011). Si de nombreuses recherches ont évalué la création de valeur des acquéreurs à l'annonce de fusions-acquisitions, peu d'auteurs se sont intéressés aux opérations n'impliquant pas des entreprises non anglo-saxonnes. Ces dernières enregistreraient une performance moins volatile. De même, les fusions-acquisitions internationales sont peu étudiées et concernent généralement des entreprises américaines (Sudarsanam, 2010).

En définitive, la revue de littérature met en évidence le manque de recherches consacrées aux opérations réalisées par des entreprises françaises et aux fusions-acquisitions internationales, bien que la France soit le troisième pays dont les sociétés procèdent à des stratégies de croissance externe et que les transformations de l'environnement mondial encouragent la réalisation d'opérations à l'étranger. C'est pourquoi notre objet de recherche se concentre sur la création de valeur des fusions-acquisitions entreprises par des acquéreurs français sur une période récente.

I.1. La problématique et les questions de recherche

Ce travail doctoral tente de s'enrichir de deux champs de recherche, la finance et le management international, pour analyser le choix de la localisation et la création de valeur des fusions-acquisitions. Notre recherche vise à répondre à la problématique suivante :

Quels sont les déterminants de la localisation et de la création de valeur des fusions-acquisitions ?

Cette problématique de recherche a ensuite été déclinée en deux questions de recherche en référence à la revue de littérature sur la localisation et la performance des fusions-acquisitions :

Question de recherche 1 : quelles sont les caractéristiques du pays de la cible qui influencent la localisation des fusions-acquisitions dans les pays matures ou émergents ?

Question de recherche 2 : quels sont les déterminants qui influencent la création de valeur des fusions-acquisitions nationales ou internationales, localisées dans les pays matures ou émergents ?

Notre recherche est guidée par deux objectifs. Tout d'abord, nous étudions les influences exercées par les spécificités du pays de la cible sur la décision de l'acquéreur d'entreprendre des opérations dans les pays matures ou émergents. La littérature en management international distingue souvent les pays matures des pays émergents, afin d'obtenir deux groupes aux caractéristiques proches. De ce fait, notre étude empirique examine l'influence de la distance géographique, de la croissance économique, de la qualité des institutions et des différences culturelles sur le choix de localisation des fusions-acquisitions.

Le second objectif porte sur l'identification des déterminants de la création de valeur des fusions-acquisitions. Pour ce faire, nous utilisons des indicateurs associés aux caractéristiques de l'acquéreur, de la cible et de l'opération. Nous testons leurs effets tant sur l'ensemble de l'échantillon que sur les sous-échantillons d'opérations françaises, étrangères, réalisées dans les pays matures et émergents. Nous tentons d'évaluer si les marchés financiers prennent en considération, dans leur évaluation de la performance des fusions-acquisitions à leur annonce, les déterminants du choix de la localisation des opérations qui sont liés aux caractéristiques du pays de la cible. La figure I.1 synthétise le modèle de recherche qui comporte deux volets permettant de répondre aux deux questions de recherche formulées.

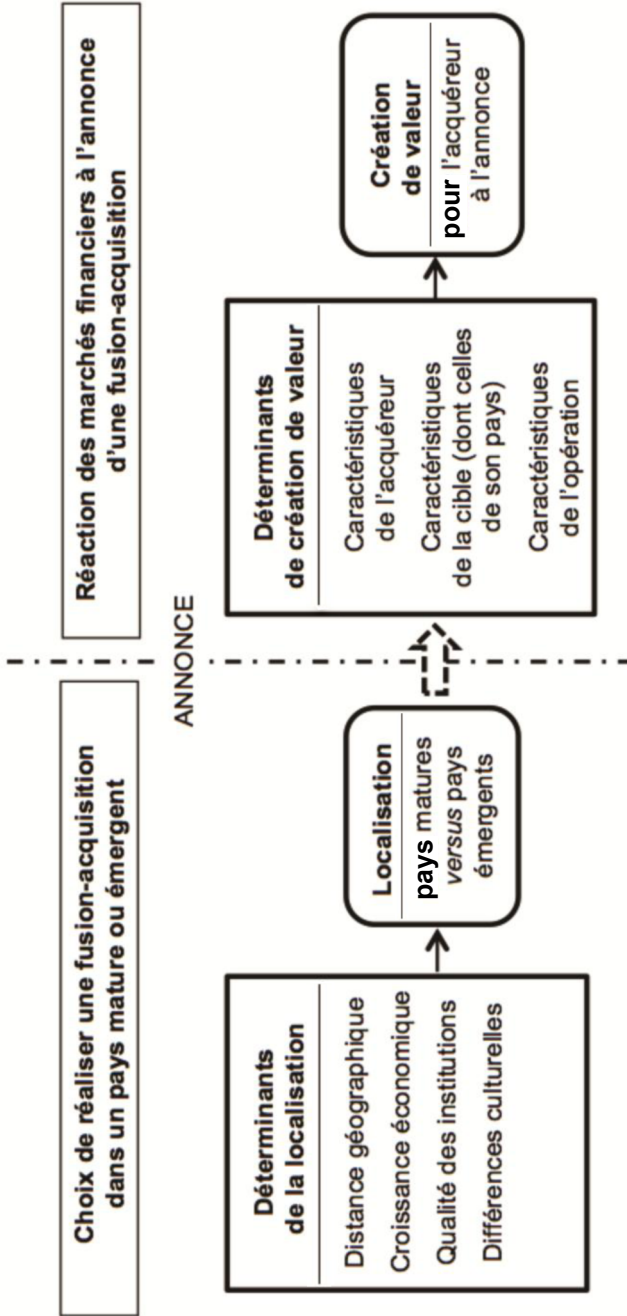


Figure I.1. La synthèse du modèle de la recherche

I.2. La méthodologie de la recherche

Pour mener notre projet de recherche, nous adoptons une posture positiviste et une démarche hypothético-déductive. Après avoir effectué une revue de la littérature, les hypothèses de recherche sont formulées. Celles-ci sont testées sur un échantillon de fusions-acquisitions réalisées au cours d'une période récente par des acquéreurs français cotés du SBF 120. Afin d'évaluer la création de valeur des fusions-acquisitions, une étude d'événements est réalisée et est mise en œuvre grâce à un modèle de marché.

La sélection de notre échantillon s'effectue en plusieurs étapes. Tout d'abord, la base de données SDC est utilisée pour obtenir la liste des opérations entreprises, ainsi que les principaux indicateurs les caractérisant. Puis, la base de données *DataStream* nous a permis de collecter les données financières de l'acquéreur et les cours boursiers. Enfin, une revue de la presse économique et financière, à partir de la base de données *Factiva*, est effectuée dans le but de nettoyer notre échantillon et de collecter des informations plus qualitatives. Au final, notre étude empirique est fondée sur un échantillon de 395 opérations annoncées entre 2010 et 2012 par 90 acquéreurs français du SBF 120 et impliquant des cibles appartenant à 55 pays.

I.3. L'architecture de l'ouvrage

Notre ouvrage est structuré en trois parties :

- 1) une revue de littérature ;
- 2) une description de la méthodologie de recherche et de l'étude empirique ;
- 3) l'analyse et la discussion des résultats.

La première partie a pour objectif d'établir une synthèse de la littérature sur les fusions-acquisitions et de construire le modèle de recherche. Ainsi, le premier chapitre présente les principales typologies et la dynamique actuelle des fusions-acquisitions. Il met en exergue la diversité de stratégies que ces opérations peuvent permettre de mettre en œuvre, puis les tendances générales de leur activité. En outre, les apports des recherches sur l'internationalisation des entreprises et les modes d'entrée sont présentés. Cela nous amène à la formulation des hypothèses ayant trait au choix de la réalisation de fusions-acquisitions dans des pays matures ou émergents. Le second chapitre analyse les recherches traitant de la performance des fusions-acquisitions. Il débute par une synthèse des principales motivations des entreprises, à l'origine de ces opérations. Pour ce faire, les apports de l'économie industrielle, ainsi que de l'efficacité informationnelle et de la finance organisationnelle, sont exposés. Le contexte de la réalisation des fusions-acquisitions étant appréhendé, les développements sur leur performance sont exposés.

Une revue de littérature des études empiriques est ainsi menée, afin de déterminer les mesures traditionnellement utilisées et les résultats obtenus. Enfin, les hypothèses de recherche relatives à la création de valeur des fusions-acquisitions sont développées.

La deuxième partie présente les choix méthodologiques réalisés et la base de données que nous avons construite. Le troisième chapitre porte sur le positionnement épistémologique dans lequel s'enracine notre travail et sur la méthodologie utilisée. Une attention particulière est accordée aux choix effectués pour procéder à l'étude d'événements, grâce à laquelle les rentabilités anormales approchant la création de valeur des opérations sont estimées. Pour terminer, nous expliquons les tests statistiques opérés pour procéder à la validation des hypothèses de recherche. Le quatrième chapitre décrit la manière dont l'échantillon a été construit et les données collectées. Pour ce faire, des bases de données ont été utilisées, mais nous avons également procédé à une revue de la presse économique et financière pour obtenir des informations plus qualitatives. Nous justifions, ensuite, le choix de limiter l'étude aux opérations entreprises, entre 2010 et 2012, par des acquéreurs français du SBF 120. Une analyse descriptive de l'échantillon est enfin présentée pour évaluer sa représentativité et identifier ses principales spécificités.

Dans la troisième partie, les résultats de l'étude empirique sont analysés et discutés. Le cinquième chapitre se concentre sur l'analyse des facteurs qui encouragent les entreprises à réaliser des fusions-acquisitions dans les pays émergents plutôt que dans les pays matures (première question de recherche). Les tests statistiques portent sur les indicateurs qualifiant le pays de la cible, afin d'évaluer leur influence dans le choix de l'acquéreur de réaliser des opérations dans des pays matures ou émergents. Les résultats obtenus sont mis en perspective au regard des précédentes recherches menées dans ce domaine. Le sixième chapitre est consacré à l'étude des déterminants de la création de valeur des fusions-acquisitions (seconde question de recherche). Il propose une analyse descriptive des rentabilités journalières estimées à l'annonce de ces opérations, avant de procéder aux tests statistiques. Notre étude empirique évalue les influences des caractéristiques de l'acquéreur, de l'opération et de la cible sur la création de valeur tant de l'échantillon total que des opérations nationales et internationales, réalisées dans des pays matures et émergents. Les résultats obtenus sont analysés, en lien avec les précédents travaux sur la performance des fusions-acquisitions.

Enfin, la conclusion générale revient sur l'intérêt de notre recherche et résume les principaux résultats obtenus en mettant en lien les apports présentés dans les cinquième et sixième chapitres. Elle précise également les contributions et les limites de cette étude. Nous concluons en précisant les pistes de recherche qui émergent de ce travail doctoral.