

# Table des matières

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

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

3.1.3. Le marché français et les vagues de fusions/acquisitions . . . . .	53
3.1.3.1. La période 1959-1992 . . . . .	53
3.1.3.2. La période 1996-2006 . . . . .	55
3.1.3.3. La période 2007-2016 . . . . .	58
3.2. Diversification, restructuration, désinvestissement et respécialisation . . . . .	59
3.2.1. Le désinvestissement comme stratégie de développement . . . . .	59
3.2.1.1. Caractéristiques des désinvestissements . . . . .	59
3.2.1.2. Déterminants des désinvestissements . . . . .	61
3.2.2. Le <i>corporate restructuring</i> . . . . .	63
3.2.2.1. Définition . . . . .	63
3.2.2.2. La restructuration comme manœuvre stratégique . . . . .	64
3.2.3. Conséquences des restructurations . . . . .	67
3.2.3.1. Le chemin vers la spécialisation . . . . .	67
3.2.3.2. Fusions/acquisitions et restructurations . . . . .	69

## **Chapitre 4. Motivations et performances des fusions/acquisitions** 71

4.1. Motivations des fusions/acquisitions . . . . .	71
4.1.1. La recherche de synergies . . . . .	72
4.1.2. Peut-on penser à des motivations non économiques ? . . . . .	76
4.1.2.1. La situation de la cible comme motivation . . . . .	76
4.1.2.2. Les motivations disciplinaires . . . . .	76
4.1.2.3. Les motivations personnelles des managers . . . . .	77
4.1.2.4. La confiance excessive des dirigeants . . . . .	78
4.1.3. Causes et conséquences des motivations . . . . .	80
4.1.3.1. Synthèse des motivations des fusions/acquisitions . . . . .	80
4.1.3.2. Relation motivation, objectifs et vagues des fusions/acquisitions . . . . .	83
4.2. Performances des fusions/acquisitions . . . . .	84
4.2.1. Pourquoi ne dit-on pas tout simplement « le succès » ? . . . . .	84
4.2.1.1. Le concept « performance » . . . . .	84
4.2.1.2. Le concept « synergie » . . . . .	86
4.2.1.3. Le concept « création de valeur » . . . . .	87
4.2.2. Performances des fusions/acquisitions . . . . .	89
4.2.2.1. Performances positives . . . . .	89
4.2.2.2. Performances négatives . . . . .	91
4.2.3. Causes d'échec des fusions/acquisitions . . . . .	93
4.2.3.1. Causes liées à la période de préparation . . . . .	93
4.2.3.2. Causes liées à la période d'intégration . . . . .	94
4.2.3.3. Autres causes . . . . .	95

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

6.2.3. Études après 2000 . . . . .	132
6.2.3.1. Park (2003) . . . . .	132
6.2.3.2. Yook (2004) . . . . .	132
6.2.3.3. Camerlynck, Ooghe et De Langhe (2005) . . . . .	133
6.2.4. Les méthodes dans les études de cas . . . . .	133
6.2.4.1. Ruback (1982) . . . . .	133
6.2.4.2. Bruner (1999) . . . . .	134
6.2.4.3. Weston (2002) . . . . .	134
6.2.4.4. André, Magnan et St-Onge (2008) . . . . .	135

## **Partie 4. Le marché français : analyses et études de cas . . . . . 137**

### **Chapitre 7. Marchés français des fusions/acquisitions : leçons et enseignements . . . . . 139**

7.1. Sources de création de valeur dans le marché français . . . . .	140
7.1.1. Variables et méthodes de calcul . . . . .	140
7.1.1.1. Données comptables et durée de comparaison . . . . .	140
7.1.1.2. Cash-flow comme variable à expliquer . . . . .	141
7.1.1.3. Échantillon . . . . .	141
7.1.1.4. Méthode de calcul . . . . .	142
7.1.1.5. Variables explicatives de la création de valeur . . . . .	143
7.1.2. Analyse des données . . . . .	145
7.1.2.1. Analyse des secteurs d'activité . . . . .	145
7.1.2.2. Analyse des données comptables . . . . .	146
7.1.2.3. Analyse descriptive du groupe créateur de valeur . . . . .	151
7.1.2.4. Analyse descriptive du groupe destructeur de valeur . . . . .	152
7.1.3. Constats et déductions . . . . .	153
7.1.3.1. Éléments influençant la valeur . . . . .	153
7.1.3.2. Enseignements de l'étude . . . . .	156
7.2. Stratégie de croissance des groupes : exemple Sanofi . . . . .	157
7.2.1. Secteur pharmaceutique et utilité de la croissance externe . . . . .	158
7.2.1.1. Le secteur pharmaceutique . . . . .	158
7.2.1.2. Stratégies de développement des groupes Sanofi et Aventis . . . . .	159
7.2.2. L'OPA de Sanofi, une stratégie offensive . . . . .	163
7.2.2.1. Stratégie de préparation de l'OPA . . . . .	163
7.2.2.2. Actions de défense d'Aventis . . . . .	164
7.2.2.3. Enfin, la réussite de l'OPA . . . . .	166
7.2.3. Politique d'intégration et de réorganisation . . . . .	167

7.2.3.1. Création de plusieurs comités de direction . . . . .	167
7.2.3.2. Intégration des systèmes d'information et réorganisation du groupe . . . . .	168
7.2.4. Constats et déductions . . . . .	169

## **Chapitre 8. Création de valeur lors de la fusion Sanofi-Aventis . . . . .** 171

8.1. La création de valeur boursière est-elle au rendez-vous ? . . . . .	172
8.1.1. Méthodologie et données . . . . .	172
8.1.1.1. Mesure par la méthode d'événement . . . . .	172
8.1.1.2. Périodes d'événement . . . . .	172
8.1.1.3. Variables de calcul . . . . .	175
8.1.2. Résultats et commentaires . . . . .	176
8.1.2.1. Analyse descriptive . . . . .	176
8.1.2.2. La période entourant la date d'événement . . . . .	177
8.1.3. Toute la période de l'OPA . . . . .	181
8.2. Valeur comptable et financière : étude en profondeur . . . . .	185
8.2.1. Méthodologie et données . . . . .	185
8.2.1.1. Mesure par la méthode de pairage . . . . .	185
8.2.1.2. Les variables de mesures . . . . .	189
8.2.2. Résultats et commentaires . . . . .	190
8.2.2.1. Comparaison de la variation des deux périodes . . . . .	190
8.2.2.2. Comparaison de Sanofi-Aventis avec ses concurrents . . . . .	195
8.2.3. Discussion et constats . . . . .	200

## **Conclusion . . . . .** 205

## **Annexes . . . . .** 207

## **Bibliographie . . . . .** 223

## **Index . . . . .** 263