

Haute Ecole
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

En quoi les fusions-acquisitions programmatiques diffèrent-elles des fusions-acquisitions classiques en termes de création de valeur ?

Mémoire présenté par :
Yassine EL YAAKOUBI

Pour l'obtention du diplôme de :
Master en gestion de l'entreprise
Année académique 2022-2023

Promoteur :
Valérie KINON

Haute Ecole
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

En quoi les fusions-acquisitions programmatiques diffèrent-elles des fusions-acquisitions classiques en termes de création de valeur ?

Mémoire présenté par :
Yassine EL YAAKOUBI

Pour l'obtention du diplôme de :
Master en gestion de l'entreprise
Année académique 2022-2023

Promoteur :
Valérie KINON

Boulevard Brand Whitlock 6 - 1150 Bruxelles

Abstract

Cette étude examine la performance des fusions-acquisitions programmatiques par rapport à celle d'autres stratégies de fusions-acquisitions. La divergence de la littérature concernant l'efficacité des fusions-acquisitions nous a amenés à étudier les raisons derrière ces conclusions divergentes et à tenter d'analyser si une des stratégies permettait d'obtenir des résultats supérieurs.

À travers une revue approfondie de la littérature, et en nous concentrant sur des variables telles que la taille et l'intensité des acquisitions, nous avons tenté d'identifier comment les fusions-acquisitions programmatiques pouvaient potentiellement être créatrice de valeur.

La question de recherche principale abordée est la suivante : "En quoi les fusions-acquisitions programmatiques diffèrent-elles des acquisitions classiques en termes de création de valeur ?" L'étude comprend une analyse de 602 grandes entreprises mondiales, examinant les rendements anormaux et la performance opérationnelle. Cette recherche vise à fournir des informations aux décideurs pour prendre des décisions éclairées et envisager des stratégies programmatiques dans les activités de fusions-acquisitions.

Remerciements

Je tiens tout d'abord à exprimer ma reconnaissance envers ma promotrice, Valérie Kinon, pour avoir pris le temps de me donner de précieux conseils, et pour m'avoir guidé tout au long de ce mémoire.

Je tiens également à remercier Ruth Melkebeke et l'équipe « Valuation & Modelling » de PwC Belgium pour leur contribution à mon stage, qui a été d'une grande aide à la réalisation de ce mémoire.

Je tiens aussi à exprimer ma gratitude à Christophe Desagre, Thierry Marlier et Jean-Michel Noé pour leur temps, leurs conseils et leur aide.

Enfin, je tiens à remercier tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à la réalisation de ce mémoire, ainsi que mes proches pour leur soutien et leurs encouragements.

Engagement Anti-Plagiat du Mémoire

« Je soussigné, EL YAAKOUBI, Yassine, Master année intermédiaire, déclare par la présente que le Mémoire ci-joint est exempt de tout plagiat et respecte en tous points le règlement des études en matière d'emprunts, de citations et d'exploitation de sources diverses signé lors de mon inscription à l'ICHEC, ainsi que les instructions et consignes concernant le référencement dans le texte respectant la norme APA, la bibliographie respectant la norme APA, etc., mises à ma disposition sur Moodle.

Sur l'honneur, je certifie avoir pris connaissance des documents précités et je confirme que le Mémoire présenté est original et exempt de tout emprunt à un tiers non-cité correctement. »

Dans le cadre de ce dépôt en ligne, la signature consiste en l'introduction du mémoire via la plateforme ICHEC-Student.

Table des matières

Abstract	4
Remerciements	5
Liste des figures	9
Liste des tableaux.....	10
Introduction.....	11
Partie 1 : REVUE DE LA LITTÉRATURE	13
1. Définitions	13
1.1. Les fusions-acquisitions.....	13
1.2. Les distinctions entre fusion et acquisition.....	13
1.3. Les stratégies.....	14
1.4. Les motivations	15
1.5. Les classifications	17
1.6. Les synergies.....	18
1.7. La création de valeur	19
1.8. Les mesures de performance	20
1.8.1. Les mesures économiques et comptables	20
1.8.2. Les mesures financières	22
1.9. Les fusions-acquisitions programmatiques.....	23
Hypothèse 1 : « Les fusions-acquisitions sont destructrices de valeur. ».....	26
1. La performance	26
1.1. Mesures financières	26
1.2. Mesures comptables	28
1.3. Mesures du cash-flow opérationnel	29
2. Les raisons des échecs.....	30
3. Les paramètres améliorant la performance.....	31
4. Conclusion	33
5. Limites	33
Hypothèse 2 : « Les entreprises ayant une stratégie d'acquisition programmatique ont de meilleures performances que celles suivant une autre stratégie. ».....	35
1. La performance des fusions-acquisitions programmatiques.....	35
1.1. Les différents types d'acquéreurs	35
1.2. Performance des fusions-acquisitions programmatiques	36
1.2.1. Excès de rendement total pour l'actionnaire.....	36

1.2.2.	Taux de survie.....	37
1.2.3.	Le risque	37
1.3.	Les raisons	37
1.4.	Les limites	39
2.	Comparaison avec les études scientifiques.	39
2.1.	Les rendements des acquéreurs en série.....	40
2.2.	Évolution des rendements d'acquisition en acquisition	40
2.3.	L'impact de l'expérience sur la performance.....	41
2.4.	L'impact de l'intervalle entre les opérations	42
2.5.	Les raisons de la sous-performance des acquéreurs en série	42
2.6.	L'impact de la taille de la cible	43
3.	Conclusion	44
4.	Limites	44
	Partie 2 : ANALYSE.....	45
1.	Méthodologie	45
1.1.	Collection d'informations.....	45
1.2.	Échantillon	46
1.3.	Mesures de performance	49
1.3.1.	Mesure financière	49
1.3.2.	Modèle de marché	50
1.3.3.	Les rendements anormaux et les rendements anormaux cumulés.....	52
1.3.4.	Performance comptable.....	53
2.	Résultats	54
2.1.	Performance financière.....	54
2.2.	Performance comptable.....	56
2.3.	Interprétation des résultats.	61
2.4.	Conclusion	64
2.5.	Limites	65
	Conclusion générale	68
	Limites	74
	Commentaires et recherches futures	75
	Bibliographie.....	76

Liste des figures

Figure 1 : Event study	55
Figure 2 : Return on assets (ROA)	56
Figure 3 : Return on equity (ROE).....	57
Figure 4 : EBITDA margin.....	58
Figure 5 : Operating margin	59
Figure 6 : Cash-flow margin.....	60

Liste des tableaux

Tableau 1 : Vue d'ensemble de l'échantillon	48
Tableau 2 : Programmatiques	54
Tableau 3 : Sélectifs.....	54
Tableau 4 : Organiques.....	54
Tableau 5 : Return on assets (ROA).....	56
Tableau 6 : Return on equity (ROE).....	57
Tableau 7 : EBITDA margin	58
Tableau 8 : Operating margin.....	59
Tableau 9 : Cash-flow margin	60

Introduction

En 2021, les fusions et acquisitions ont fait un retour en force avec une valeur totale avoisinant les quatre mille milliards de dollars. Néanmoins, lors de mes recherches sur le sujet, j'ai été intrigué par la divergence de la littérature sur le sujet de l'efficacité des fusions-acquisitions alors que nous sortions d'une année record dans ce secteur (Choy L., 2022). Comment un secteur aussi bien implanté et développé peut-il encore lever des questions quant à son efficacité ?

En effet, malgré l'intensité des opérations, de nombreux auteurs affirment que les fusions-acquisitions détruisent la valeur actionnariale ou qu'elles ne permettent pas d'atteindre les résultats escomptés.

Ces constatations ont suscité en moi plusieurs interrogations : quelles sont les raisons qui conduisent à ces conclusions ? Existe-t-il des stratégies qui permettent néanmoins d'obtenir des résultats supérieurs à la moyenne ? Pour répondre à ces questions, j'ai entrepris une revue approfondie de la littérature existante, en me concentrant sur les travaux qui distinguent les acquéreurs en isolant certaines variables telles que la taille, l'intensité de l'acquisition, le mode de paiement, et autres.

Au cours de mes recherches, j'ai découvert des rapports mentionnant les fusions-acquisitions programmatiques comme une approche permettant de générer une valeur supérieure pour les actionnaires par rapport à d'autres types d'acquisitions, tout en limitant la volatilité de leurs rendements. Cette stratégie a attiré mon attention, et j'ai donc cherché à déterminer si elle permet effectivement de créer davantage de valeur que les acquisitions plus traditionnelles, ainsi que les raisons qui expliquent ces différences.

Ainsi, ma question de recherche principale est la suivante : "En quoi les fusions-acquisitions programmatiques diffèrent-elles des fusions-acquisitions classiques en termes de création de valeur ?"

Pour répondre à cette question, j'ai commencé par développer les éléments nécessaires à la compréhension de ce sujet et à la formulation de ma question de recherche. J'ai défini les fusions-acquisitions, les fusions-acquisitions programmatiques et la création de valeur, tout en fournissant diverses explications sur le contexte entourant ces termes.

Ensuite, j'ai formulé deux hypothèses que j'ai cherché à vérifier dans la littérature. La première hypothèse était que les fusions-acquisitions sont destructrices de valeur, tandis que la deuxième hypothèse suggérait que les entreprises qui ont une stratégie de fusions-acquisitions programmatiques sont plus performantes que celles qui suivent d'autres stratégies.

Malgré mes recherches approfondies dans la littérature, je n'ai pas pu parvenir à une conclusion précise et complète. J'ai donc décidé de compléter mes travaux en réalisant une analyse sur un échantillon de 602 entreprises parmi les plus grandes capitalisations mondiales. J'ai étudié l'évolution des rendements anormaux sur trois périodes différentes, ainsi que l'évolution des performances opérationnelles à travers des mesures comptables.

Enfin, je conclurais en rassemblant l'ensemble des éléments littéraires en les comparant aux résultats de l'analyse afin d'établir des liens pour obtenir une vue d'ensemble des performances des acquéreurs programmatiques par rapport aux autres types d'acquéreurs.

Cette recherche a pour but d'apporter des éléments de réponses sur la question de la performance des fusions-acquisitions programmatiques. Les résultats obtenus pourront aider les décideurs à prendre des décisions mieux éclairées et à considérer l'application d'une stratégie programmatique.

Partie 1 : REVUE DE LA LITTÉRATURE

Dans un premier temps, nous allons passer en revue la littérature existante sur les fusions-acquisitions et leur performance afin d'analyser les différents éléments nécessaires à la bonne compréhension de ce sujet. Nous allons d'abord définir les termes "fusion" et "acquisition" et étudier les différentes stratégies dans lesquelles elles sont impliquées. Nous allons également les classer pour mieux comprendre leurs objectifs respectifs. Enfin, nous examinerons les termes liés à la question de recherche, tels que la création de valeur, les fusions-acquisitions programmatiques et les mesures de performance, afin de saisir le contexte du travail et les éléments qui le constituent.

1. Définitions

1.1. Les fusions-acquisitions

Meier et Schier (2009) définissent les **fusions-acquisitions** comme une opération entre deux entreprises visant à regrouper leurs actions qui étaient, au départ, différentes. L'opération peut être réalisée par un échange d'action ou un achat. Les deux entreprises peuvent être cotées, ou ne pas l'être et l'opération peut se conclure par un échange d'actions ou paiement en espèces (Meier et Schier, 2009).

Les fusions et acquisitions sont définies de façons différentes selon les auteurs. Koi-Arkofi (2016) utilise le terme « fusions-acquisitions » pour décrire l'union d'entreprises ou d'entités par le biais d'une acquisition ou d'un regroupement de leurs intérêts (Koi-Arkofi, 2016).

Unoki (2013) définit **l'acquisition** comme l'achat d'une société cible par une autre entreprise, devenant ainsi un actif de l'entreprise acquéreuse. La valeur comptable de la cible est enregistrée au bilan de l'entreprise acquéreuse, tandis que la différence entre le prix payé et la valeur comptable sera enregistré en « goodwill » (Unoki, 2013).

Wang, Pauleen et Chan (2013) définissent la **fusion** comme la combinaison de deux entreprises ou plus, dans laquelle l'une transfère tous ses actifs à l'autre entreprise qui continue d'exister. Les actionnaires de l'entreprise qui a transféré ses actifs reçoivent des actions de l'entreprise qui continue d'exister (Wang, Pauleen et Chan, 2013).

1.2. Les distinctions entre fusion et acquisition

Maintenant que nous avons défini ce qu'est une fusion-acquisition, penchons-nous sur la distinction entre ces deux termes.

Chatzimanolis et Kyriazopoulos (2011) font la distinction entre la fusion et l'acquisition. La **fusion** implique le rapprochement de deux entreprises ou plus pour en former une seule, alors que dans une **acquisition**, une entreprise en achète une autre (Chatzimanolis & Kyriazopoulos, 2011).

Popp (2013) fait la distinction entre fusion et acquisition du **point de vue des actionnaires**. En effet, lors d'une fusion, les actionnaires des sociétés fusionnées reçoivent des actions de la nouvelle entité créée, tandis que lors d'une acquisition, les actions de la société acquise sont transférées à l'acquéreur sous forme de dette ou de « cash » (Popp, 2013).

Netter, Stegemoller et Wintoki distinguent les fusions des acquisitions en fonction du **niveau contrôle** dans l'entreprise. Les fusions entraînent une combinaison équitable des différentes entités fusionnées, tandis que l'acquisition conduit à un partage moins équitable, où l'acquéreur cherche à uniformiser la structure du groupement en remplaçant celle de la cible (Netter, Stegemoller et Wintoki, 2011).

Enfin, selon Estanol et al. (2018), la fusion crée une nouvelle entité dans laquelle le contrôle est partagé, tandis que lors d'une acquisition, la société acquéreuse prend le contrôle sur la société cible.

Maintenant que nous avons clarifié la distinction entre les termes "fusion" et "acquisition", nous pouvons nous pencher sur les différentes stratégies employées par les entreprises lors de ces opérations.

1.3. Les stratégies

Les fusions et acquisitions sont couramment utilisées par les entreprises dans le cadre de leur stratégie de croissance. Souvent, ces opérations ont pour objectif de mettre en place une stratégie de **croissance externe** en prenant le contrôle des actifs d'une entité acquise ou fusionnée. Ces ressources peuvent être de nature financière, technologique, ou intangible. Étant donné que les ressources obtenues sont directement opérationnelles, elles permettent à l'entreprise d'accélérer sa croissance, en n'ayant pas à développer de nouveaux actifs qui nécessiteraient un certain temps avant d'atteindre une productivité suffisante à son activité (Meier et Schier, 2009).

Pour cette raison, les fusions-acquisitions sont souvent privilégiées aux autres stratégies de croissance, puisqu'elles permettent aux entreprises d'acquérir plus rapidement un nouveau marché, de réaliser des synergies, de réduire la compétition ou encore d'acquérir plus de pouvoir (Meier et Schier, 2009).

La croissance interne est celle obtenue lorsque l'entreprise utilise ses propres capacités afin de croître, en se développant sur de nouveaux marchés, en augmentant ses capacités, ou en lançant un nouveau produit ou service. Cette croissance est réalisée sans avoir recours à la prise de contrôle d'actifs développés par une autre entité (Kling, Ghobadian et O'Regan, 2009). Cette stratégie est privilégiée lorsque l'entreprise cherche à consolider ou étendre ses activités déjà en place (Meier et Schier, 2009).

Une autre stratégie de croissance similaire à la croissance externe est la **croissance conjointe**, qui consiste en une alliance entre plusieurs entités visant à développer un projet commun en combinant leurs ressources, telles que le savoir-faire, les ressources financières ou d'autres. Cette croissance peut prendre la forme d'une « joint-venture », d'un consortium, d'un octroi de licences ou encore d'une franchise (Meier et Schier, 2009).

Bien que les acteurs mettent leurs ressources en commun, la croissance conjointe est différente de la croissance externe puisqu'elle ne vise pas à prendre le contrôle d'actifs existants, mais plutôt à développer une nouvelle activité. Ainsi, le contrôle est assuré conjointement, tandis qu'après une fusion-acquisition, il est assumé par une seule entité. Les entreprises développant conjointement un projet peuvent maintenir leur concurrence dans d'autres domaines que celui du projet commun. Enfin, les entreprises peuvent se désengager de leur alliance plus facilement, puisqu'elles gardent leur identité unique et conservent donc une certaine liberté lors de ce type de partenariat (Meier et Guillaume, 2009).

Il convient de souligner que toutes les opérations de fusions-acquisitions ne sont pas destinées à favoriser la croissance externe. Certaines peuvent être réalisées dans le cadre d'une réorganisation administrative ou juridique (Meier et Schier, 2009).

De plus, Meier et Schier (2009) insistent sur le fait qu'une distinction doit être opérée entre la croissance externe et un des moyens d'y parvenir, à savoir les fusions et acquisitions (Meier et Schier, 2009).

1.4. Les motivations

Maintenant que nous avons bien déterminé ce que sont les fusions-acquisitions, et le cadre stratégique dans lequel elles s'inscrivent, nous allons nous pencher sur les différentes raisons qui motivent ces opérations. Les entreprises peuvent avoir des objectifs différents pour ce type de rapprochement, comme mentionné ci-dessus.

Il existe trois grandes catégories de motifs pour lesquels les entreprises se lancent dans une stratégie de fusions-acquisitions.

Tout d'abord, les motifs peuvent être **stratégiques offensifs**, afin de renforcer leur position concurrentielle en tirant profit des ressources acquises. Cette position stratégique peut se matérialiser par l'exercice d'un certain pouvoir sur le marché permettant de l'influencer. Lorsqu'une entreprise prend de l'ampleur dans son marché, notamment au travers de fusions-acquisitions, elle peut influencer l'offre totale du marché en organisant, par exemple, des pénuries, en érigent de nouveaux standards qui deviendront la norme, ou encore en influençant les conditions offertes par certains fournisseurs à d'autres acteurs du marché, en exigeant des conditions la favorisant. Ces stratégies offensives, aussi appelées « de conquête » peuvent s'appliquer aux ressources clés de l'industrie telles qu'une nouvelle technologie protégée par un brevet (Meier et Guillaume, 2009).

Cette stratégie a donc pour but de creuser l'écart concurrentiel au travers d'acquisitions clés. Lorsque les opérations sont transnationales, elles permettent notamment aux entreprises de s'implanter sur des marchés nouveaux, de manière beaucoup plus rapide et efficace que par le biais de la croissance interne. Enfin, ces stratégies permettent aux entreprises de se renouveler rapidement en ayant plus de moyens d'investir en recherche et développement, ou de s'adapter plus facilement à un environnement évoluant rapidement (Meier et Guillaume, 2009).

Un autre grand motif pour lequel les entreprises entrent dans des opérations de fusions-acquisitions est l'approche **défensive**. Notamment dans un marché mature où la demande cesse d'augmenter, les entreprises doivent trouver de nouveaux moyens de croître et éviter de rester en excès de capacité. Pour cela, elles peuvent avoir recours aux fusions-acquisitions dans un cadre de consolidation, afin de diffuser les coûts fixes sur un plus grand nombre d'unités, notamment ceux de la recherche et du développement. Cette stratégie permet non seulement de construire un avantage concurrentiel, mais aussi de s'adapter aux changements et d'éviter de perdre en compétitivité (Meier et Guillaume, 2009).

Ce motif est d'autant plus légitime du fait de la mondialisation, qui représente une autre menace pour les entreprises ne pratiquant pas les fusions-acquisitions. En effet, des organisations internationales peuvent mettre en danger des entreprises qui n'opèrent qu'à l'échelle nationale. En réaction à cette menace, les entreprises cherchent à atteindre une taille leur permettant de faire face à la concurrence. Cette réaction défensive est souvent nécessaire lorsque le marché se concentre. Meier et Schier (2009) déclarent que dans cet environnement, certaines entreprises doivent choisir entre « acquérir » ou « être achetées ».

Plusieurs scénarios sont possibles. Une entreprise peut acquérir d'autres entreprises nationales pour dissuader l'entrée d'un concurrent sur un marché qu'elle contrôle déjà de manière importante, renforçant ainsi les barrières à l'entrée. Elle peut également éliminer un concurrent de même taille en le rachetant. Enfin, des acquisitions défensives peuvent être entreprises afin de contrecarrer la stratégie d'un acteur qui tenterait de prendre le contrôle du marché en renforçant sa propre position (Meier et Schier, 2009).

La troisième motivation est celle se référant aux **synergies opérationnelles**. D'une part, le regroupement peut viser à réaliser des économies d'échelle, ce qui réduit le coût unitaire moyen des produits ou services proposés par l'entreprise. Ces économies peuvent être réalisées beaucoup plus rapidement qu'en augmentant les quantités vendues par croissance interne. D'autre part, les entreprises peuvent économiser de l'argent en fusionnant leurs identités commerciales, en centralisant leur recherche et développement et en réduisant leurs dépenses publicitaires. En plus de la réduction des coûts, cette stratégie peut également être utilisée si l'entreprise doit produire de grandes quantités dans un délai court et que celle-ci se retrouve en sous-capacité (Meier et Schier, 2009).

Par ailleurs, cette stratégie permet aux entreprises de regrouper les ressources présentes dans les différentes entités, évitant ainsi les doublons en désinvestissant par exemple des infrastructures les moins rentables, libérant ainsi du capital pouvant être utilisé à meilleur escient (Meier et Schier, 2009).

Enfin, en regroupant leurs activités, les entreprises peuvent créer des synergies de croissance par le croisement de leurs ressources. Lors d'une fusion verticale par exemple, l'entité ayant déjà développé un réseau de distribution pourrait également distribuer des produits de l'entité en aval qu'elle ne proposait pas auparavant, générant plus de ventes au total (Meier et Schier, 2009).

Les raisons qui ne sont pas liées à la croissance externe ne sont pas développées bien qu'elles existent, du fait qu'elles n'entrent pas dans le champ de ce travail.

1.5. Les classifications

Dans le cadre de la stratégie de croissance externe par fusions et acquisitions, il est possible de faire une distinction supplémentaire à celles basées sur les motivations. Si les opérations sont effectuées dans le but de renforcer la présence de l'acquéreur sur un marché où il est déjà présent ou proche, on parle de « **Scale Deal** ». Cette opération permet à l'entreprise de consolider sa position sur ce marché. En revanche, si l'opération est effectuée dans le but de s'étendre vers de nouveaux marchés, elle est appelée « **Scope Deal** » et facilite l'entrée sur ces marchés dans lesquels elle n'était pas présente auparavant (Rouse et Frame, 2009).

Meier et Schier (2009) proposent deux méthodes de classification des fusions-acquisitions.

La première repose sur des critères juridiques, stratégiques, financiers ou économiques, tandis que la seconde, utilisée par la « Federal Trade Commission », se base sur le degré de proximité professionnelle (Meier et Schier, 2009).

La première classification repose sur différents critères tels que le **type de contrôle**, selon que l'acquéreur prenne une participation minoritaire, majoritaire ou qu'elle soit détenue par un groupe homogène ou non. Un deuxième critère est celui de la **raison** de la mise en place de la stratégie, qu'elle soit offensive, défensive, opportuniste ou basée sur des raisons politiques ou personnelles. Une troisième distinction peut être établie au niveau de la **relation entre les parties prenantes** à l'opération, qu'il s'agisse d'un affrontement, d'un contournement ou d'une collaboration. Enfin, un critère vise à comprendre la **dimension de l'opération**, en analysant la taille, le territoire sur lequel elle s'étend et les secteurs impliqués (Meier et Schier, 2009).

La seconde classification se réfère au degré de proximité professionnelle entre les parties prenantes.

Ainsi, les fusions et acquisitions **verticales** font référence aux entreprises qui opèrent dans différentes étapes d'un même processus de production. L'objectif est d'augmenter les économies d'échelle et de réduire les coûts de production et d'exploitation. Lorsqu'une entreprise acquiert son fournisseur, cela est appelé une intégration « en amont de la filière », tandis que l'acquisition du réseau de distribution est appelée intégration « en aval ». En s'inscrivant dans cette stratégie, les entreprises obtiennent un meilleur contrôle de l'ensemble de la chaîne de valeur (Meier et Schier, 2009) (Bonnet & Shain, 2017).

Les fusions et acquisitions **concentriques** concernent les entreprises qui évoluent dans le même secteur et qui ont une clientèle similaire, mais qui proposent des produits ou des services complémentaires (Meier et Schier, 2009). Par exemple, un fabricant de téléphones qui acquiert un fabricant de coques de protection est un cas d'acquisition concentrique. De cette manière, l'entreprise étendra son offre de produits ou de service, tout en exploitant la base de clients existante.

Enfin, les fusions-acquisitions **conglomérées** regroupent des entreprises qui ne partagent aucun lien, n'opèrent pas dans le même secteur et ne font pas partie de la même chaîne économique. Cette stratégie est souvent utilisée pour se diversifier et réduire l'exposition au risque de son propre secteur. Elle peut d'ailleurs être qualifiée de diversification conglomérée (Meier et Schier, 2009).

1.6. Les synergies

Maintenant que nous avons étudié les différentes classifications des fusions-acquisitions, il est important de comprendre le résultat souvent attendu de ces opérations par les entreprises : la création de synergies. Dans cette partie, nous allons approfondir la définition des synergies et les différents types de synergies que les entreprises peuvent rechercher à travers les fusions-acquisitions.

Le principe des synergies est que la combinaison de deux éléments produit un résultat supérieur à la somme des résultats des éléments individuels. Selon la théorie de l'efficience, les fusions et acquisitions permettraient de créer plus de valeur que la somme individuelle des performances des entités. Les entreprises utilisent leurs ressources financières et techniques entre elles afin de créer de la valeur. Cette valeur supplémentaire correspond aux synergies. Il en existe de plusieurs types (Meier et Guillaume, 2009) (Balderas, 2019).

Les synergies **opérationnelles** correspondent aux avantages obtenus en optimisant les activités des entreprises impliquées dans une fusion-acquisition, que ce soit en matière de croissance ou de réduction de coûts. Ces synergies résultent souvent de la réalisation d'économies d'échelle et d'économies de gamme, mais aussi de l'amélioration de la productivité et d'un meilleur pouvoir de négociation. Les entreprises peuvent ainsi mutualiser leurs bases de clients, et s'étendre géographiquement plus facilement (Scwheiger et Very, 2003 par l'intermédiaire de Kristoffersen et Saellman).

Les synergies **financières** résultant de deux facteurs principaux : d'une part de l'augmentation de la capacité de l'entreprise à contracter de la dette grâce au regroupement, d'autre part de l'optimisation fiscale, permettant d'optimiser le coût du capital. L'objectif de ces synergies est d'obtenir des fonds sur les marchés des capitaux pour financer les activités de l'entreprise et réaliser ses projets de croissance (Meier et Guillaume, 2009).

Les synergies **managériales** sont développées en combinant et optimisant les compétences et connaissances disponibles dans chacune des entités ayant pris part au regroupement. Les entreprises ont ainsi l'ambition de progresser dans des domaines tels que la recherche et le développement, l'avancée technologique et l'innovation commerciale, en tirant profit de l'expérience de chacune des entités (Meier et Guillaume, 2009).

1.7. La création de valeur

Maintenant que nous avons vu les différentes synergies qui peuvent être créées lors d'une fusion-acquisition, il est temps d'aborder la question de la création de valeur.

La création de valeur dans les fusions et acquisitions peut provenir de différentes sources.

Selon Goold et Campbell (1998), une première source de création de valeur est le **partage des connaissances** entre entités. Celles-ci se caractérisent par la maîtrise de certaines méthodes, des missions ou encore d'un espace géographique déterminé. Par ce fait, elles tentent de développer à la fois de nouvelles compétences et de partager les meilleures pratiques (Goold et Campbell, 1998).

Goold et Campbell (1998) mettent également en avant le **partage de ressources** tangibles telles que des laboratoires de recherche qui permettraient à la fois le partage de connaissances et la réduction du besoin en investissement. Les deux entreprises pourraient donc codévelopper un laboratoire pour les deux entités, tandis qu'en dehors du rapprochement, les entreprises auraient dû déployer ces capitaux individuellement. Par ce fait, les entreprises peuvent faire des économies d'échelle, et réduire leur besoin en capital (Goold et Campbell, 1998).

Les entreprises peuvent également joindre leurs forces, connaissances et réseaux afin de **créer de nouvelles entreprises** ensemble, qu'elles n'auraient pas eu la capacité de développer seules (Goold et Campbell, 1998).

Une troisième source est la **coordination des stratégies**. En effet, alignant leurs stratégies, les entités unissent leurs forces lorsqu'il faut agir contre une menace concurrentielle envers l'entreprise. Les entités pourront réagir de manière plus forte en collaborant plutôt que de façon individuelle (Goold et Campbell, 1998).

Les parties prenantes à l'opération peuvent également combiner leurs **forces de négociation**, par exemple lors de l'achat de marchandises ; en commandant sous un seul nom, elles peuvent obtenir de meilleures conditions (Goold et Campbell, 1998).

Enfin, les **fusions-acquisitions dites « verticales »** mènent les entreprises à améliorer leur efficacité opérationnelle, en améliorant la gestion de leurs stocks, mais également en étant capables de développer de nouveaux produits plus rapidement ou encore, en simplifiant l'accès à de nouveaux marchés, créant ainsi de meilleurs résultats que si les entités devaient entreprendre ces opérations individuellement (Goold et Campbell, 1998).

1.8. Les mesures de performance

Maintenant que nous avons clarifié la notion de création de valeur, intéressons-nous aux différents moyens de la mesurer.

Meier et Schier (2009) identifient deux types de mesures de performance pour les fusions et acquisitions : la performance **économique et comptable**, ainsi que la performance **financière**.

1.8.1. *Les mesures économiques et comptables*

La performance **économique et comptable** consiste à mesurer la performance opérationnelle de l'entreprise ayant réalisé une opération, par rapport à un groupe d'entreprises équivalentes n'en ayant pas réalisé.

Pour ce faire, les analystes étudient la rentabilité au travers de différentes mesures, telles que le résultat net, le résultat opérationnel, le bénéfice par action (EPS : Earnings Per Share), le rendement des capitaux investis (ROCE : Return On Capital Employed), le rendement total pour l'actionnaire (RSR : Total Return to Shareholders), le rendement des actifs (ROA : Return On Assets), le rendement des capitaux propres (ROE : Return On Equity), et la rentabilité des ventes (ROS : Return On Sales) ainsi que les différents taux de rotation.

En plus de l'analyse de la **rentabilité**, l'étude de la **liquidité** et de la **solvabilité**, sont souvent utilisées de manière complémentaire afin d'établir le profil de risque de l'entreprise et donc d'analyser le rendement par rapport au risque. Les ratios tels que celui de valeur nette/total actifs et passifs, les coefficients de liquidité, et les ratios d'endettement sont ainsi examinés (Meier et Schier, 2009) (Knops, 2018).

Certains auteurs, tels que Knops (2018), mesurent la performance d'une opération de fusion-acquisition selon une **dimension opérationnelle**, analysant les améliorations des opérations de l'entité nouvelle par rapport à sa performance préacquisition. L'objectif est de déterminer si l'opération a permis à l'entreprise de réaliser des économies d'échelle, de partager ses connaissances afin d'améliorer les opérations des différentes entités, de s'étendre sur de nouveaux marchés ou encore de proposer de nouveaux produits ou services dans un marché dans lequel l'entreprise est déjà établie, permettant ainsi d'augmenter son chiffre d'affaires. Ce type d'étude permet de mesurer comment les coûts ont évolué par rapport aux revenus et de comprendre si les synergies ont permis de générer assez de revenus pour couvrir les coûts d'acquisition (Knops, 2018).

Les mesures comptables sont les plus adaptées afin d'évaluer si l'entreprise a amélioré ses performances grâce à l'opération de fusion-acquisition ; elles permettent d'évaluer si des synergies ont été créées, notamment au travers du return on assets (ROA). Ces synergies peuvent prendre plusieurs années avant d'être développées complètement, ne permettant pas aux mesures financières, sur le court terme, de les évaluer correctement. Cependant, avoir un nombre important de mesures permet d'avoir une image plus complète de la performance (Rao-Nicholson, Salaber et Cao, 2016).

Cependant, les mesures économiques et comptables ont des **limites**. Lorsque l'on compare des entreprises de pays différents, les **normes comptables** peuvent varier, affectant les résultats de l'étude (Bethume, 2020).

De plus, ces mesures ne **permettent pas d'isoler** l'effet de l'acquisition, car l'étude est menée au **niveau agrégé** de l'entreprise. Dans le cas où une entreprise possède plusieurs activités, l'effet de l'acquisition peut être contrebalancé par la performance des autres activités, ce qui constitue une autre limite à l'utilisation des mesures comptables pour évaluer les fusions-acquisitions (Papadakis et Thanos, 2012) (Rao-Nicholson, Salaber et Cao, 2016).

De plus, ces mesures ne prennent en compte que les **aspects financiers** de l'entreprise, tandis que les fusions-acquisitions peuvent avoir des effets sur la performance non financière, qui peut être prise en compte par les investisseurs et, de ce fait, influencer la valeur de l'action (Papadakis et Thanos, 2012).

Bien que la diversité des mesures comptables permette une vision plus large de la performance de l'entreprise, ces mesures rendent la **comparaison** entre les différentes études difficiles (Papadakis et Thanos, 2012).

Enfin, les normes comptables varient d'un pays à l'autre et certains pays ont des contrôles moins rigoureux sur la **qualité des informations financières** fournies, ce qui peut rendre les études moins fiables en raison de la manipulation possible de ces informations (Papadakis et Thanos, 2012).

1.8.2. Les mesures financières

La seconde approche consiste à évaluer la **performance financière** de l'entreprise au travers de l'impact de l'opération sur le cours de bourse de la cible et de l'acquéreur. Cette méthode estime que les résultats attendus de l'opération sont capturés dans le prix de l'action et s'appuie sur la méthode d'étude d'évènements de Fama (1969) (Bethume, 2020).

Cette approche se concentre sur **l'étude de l'impact de l'annonce de l'opération**, tant à court, moyen ou long terme, en comparant la rentabilité observée avec celle qui aurait été réalisée sans l'opération, établie par rapport à un échantillon témoin d'entreprises similaires (Meier et Schier, 2009). C'est d'ailleurs la mesure de performance la plus utilisée pour évaluer les opérations de fusions-acquisitions (Zollo et Meier, 2008).

Il existe deux grandes catégories d'études d'évènements : celles à **court terme**, pour lesquelles les analystes examinent la rentabilité quelques jours avant et après de la date d'annonce de l'opération afin d'évaluer la réaction du marché face à la nouvelle et d'estimer les performances futures de l'entreprise selon les investisseurs (Papadakis et Thanos, 2010).

La méthodologie consiste à comparer le rendement des actionnaires dans une fenêtre temporelle de quelques jours autour de l'opération avec celui que l'entreprise aurait réalisé si l'opération n'avait pas eu lieu. Cette mesure est calculée en prenant un groupe d'entreprises semblable n'ayant pas annoncé d'opérations au même moment. La différence entre les deux mesures permet de déterminer le revenu anormal, l'excès ou la perte entre le rendement que les actionnaires auraient « normalement » eu si l'opération n'avait pas eu lieu, avec celui effectivement obtenu (MacKinlay, 1997).

La seconde catégorie d'études d'évènements est celle sur le **long terme** qui, elle-même, se distingue en deux catégories de méthodes : l'approche « **Buy-and-Hold** » et l'approche « **Calendar-time** ». Le modèle « Buy-and-Hold » vise à étudier la différence entre les rendements de l'entreprise acquéreuse sur plusieurs années après l'opération avec ceux que l'entreprise aurait générés si elle n'avait pas eu lieu, en la comparant à des entreprises semblables n'ayant pas effectué d'opération (Mitchell et Stafford, 1999).

L'approche « Calendar-time » vise à créer un portefeuille reprenant les entreprises acquéreuses afin d'agréger les rendements de celles-ci, tout en rebalancant le portefeuille chaque mois afin de ne garder que celles ayant réalisé une acquisition dans les 12, 24 ou 36 derniers mois. Cette méthode permet d'éviter l'effet de dépendance croisé qui pourrait subvenir quand des entreprises sont impliquées dans des acquisitions similaires (Mitchell et Stafford, 1999).

Bien que l'étude d'évènements ait été largement utilisée pour étudier la performance des fusions-acquisitions, elle a certaines **limites**. D'une part, elle doit être cohérente avec la **théorie de l'efficience des marchés**, qui exprime le fait que le prix de l'action doit refléter toute l'information disponible. De plus, les investisseurs doivent également tous **découvrir l'acquisition au moment de l'annonce**, afin de capturer l'ensemble de la réaction des investisseurs dans la fenêtre d'étude. Une autre limite est le fait que l'on ne peut pas **isoler l'effet de l'acquisition** d'autres variables affectant le marché. Enfin, l'approche long-terme pour déterminer l'existence d'un rendement anormal est incompatible avec la **théorie de l'efficience des marchés** (McWilliams et Siegel, 1997).

Meier et Schier (2009) estiment que ces mesures de performance sont incomplètes puisqu'elles ne prennent pas toujours en compte la modification du profil de risque de l'entreprise après une fusion-acquisition (Meier et Schier, 2009).

1.9. Les fusions-acquisitions programmatiques

Intéressons-nous désormais au type de fusion-acquisition pour lequel nous tentons de déterminer la performance : les fusions-acquisitions programmatiques.

Selon Daume, et al. (2021) ainsi que Rudnicki, Siegel et West (2019), les fusions et acquisitions programmatiques consistent en une stratégie d'acquisition **en série de petites entreprises** autour d'un **thème spécifique** de fusions-acquisitions. Cette approche doit permettre à l'entreprise d'atteindre une **taille conséquente de capitalisation**, plutôt que de se limiter à des opérations majeures ponctuelles (Daume et al., 2021) (Rudnicki et al, 2019).

Selon Rehm, Uhlener, et West (2012), les acquéreurs peuvent être classés en 4 catégories distinctes en fonction de leur stratégie d'acquisition.

Tout d'abord, les **acquéreurs organiques** qui n'effectuent que très peu, voire aucune acquisition, et privilégient la croissance interne. Ensuite, les **acquéreurs réalisant de grandes transactions**, représentant plus de 30% de leur capitalisation. Les **acquéreurs sélectifs** sont ceux qui réalisent des opérations d'acquisition de manière assez ponctuelle, sans stratégie proactive à ce sujet, et dont le montant des opérations réalisées, chaque année, ne dépasse pas 2% de leur capitalisation. Les **acquéreurs tactiques** sont ceux réalisant de nombreuses opérations, sans que le montant de celles-ci représente une part importante de la capitalisation de l'entreprise.

Enfin, les **acquéreurs programmatiques** sont ceux qui réalisent de nombreuses acquisitions qui, toutes ensemble, représentent un montant important de leur capitalisation, égal ou supérieur à 19% (Rehm, et al., 2012). Les acquéreurs programmatiques font, en moyenne, une à quatre transactions annuellement (Steuij, 2022). Les entreprises actives dans les fusions-acquisitions programmatiques font donc partie des acquéreurs en série.

D'après Renneboog et Vansteenkiste (2019), la définition **d'acquéreur en série** varie selon les études réalisées et n'est pas toujours claire (Renneboog et Vansteenkiste, 2019). De plus, il est difficile de déterminer les acquéreurs en série et les acquéreurs uniques en temps réel, cette distinction étant souvent faite rétrospectivement, après une période d'analyse (Macias et al, 2016).

Selon Billet et Quian (2008), les acquéreurs en série sont ceux qui ont réalisé **au moins deux opérations** dans une fenêtre de **cinq ans**, alors que Fuller, Netter et Stegemoller (2002) les définissent comme ayant complété au moins **cinq opérations** dans une fenêtre de **trois ans**.

Kalsa et Stegemoller (2007) définissent les acquéreurs en série comme ayant réalisé **au moins cinq opérations** dans une période supérieure à **un an**, avec la contrainte supplémentaire qu'il ne doit pas y avoir plus de 2 ans qui s'écoulent entre deux opérations.

Enfin, Laamanen et Keil (2008) estiment qu'un acquéreur en série réalise **au moins quatre acquisitions** sur une période de **10 ans**.

Les auteurs Macias, Rau et Stouraitis (2016) ont choisi de classifier les acquéreurs en série en quatre catégories distinctes. Ils distinguent les acquéreurs **solitaires** (1 à 2 opérations), les acquéreurs **occasionnels** (2 à 6 opérations), les « **sprinters** » (6 à 19 opérations) et les **marathoniens** (19 opérations ou plus) sur une période de 20 ans (Macias, Rau, Stouraitis, 2016).

Les acquéreurs programmatiques privilégient les acquisitions d'entreprises de petite taille. Cependant, il n'existe pas non plus de consensus clair sur la définition de ce qu'est une petite entreprise.

Selon Fuller, Neter et Stegemoller (2002), la taille des transactions peut être classée en 4 catégories en fonction de la proportion de la valeur de marché de l'acquéreur représentée par la cible : moins de 5%, entre 5% et 9,99%, entre 10% et 19,99% et 20% et au-delà (Fuller, Neter, Stegemoller, 2002).

En revanche, Alexandris et al. (2011) classent la taille des transactions dans leur échantillon, de la manière suivante : les acquisitions de **petite taille** représentent **entre 0,4% et 28,7% de la valeur** de l'acquéreur, celles de taille moyenne entre 28,8% et 119,8% et celles au-delà sont considérées comme des acquisitions de grande taille (Alexandris et al., 2011).

Hypothèse 1 : « Les fusions-acquisitions sont destructrices de valeur. »

Dans ce chapitre, nous allons réaliser une revue de littérature afin de déterminer si les fusions et acquisitions ont un effet négatif sur la valeur des entreprises. Cette question est largement débattue et étudiée, car les estimations du taux d'échec de ces opérations varient considérablement.

Cartwright et Schoenberg (2006) ont même remis en cause la possibilité de construire un modèle prédictif pour comprendre et prédire le succès ou l'échec de ces opérations.

Les résultats de la performance de ces opérations sont très dispersés, peut-être en partie à cause de l'inadéquation entre la littérature sur le sujet et la pratique professionnelle. Ainsi, nous examinerons différentes méthodologies, différents échantillons et différents indicateurs pour clarifier cette question et contribuer au débat sur le succès des fusions-acquisitions.

1. La performance

1.1. Mesures financières

Plusieurs études ont porté sur la performance des fusions-acquisitions en examinant la réaction du marché à l'annonce de l'opération :

Jensen et Ruback (1983), Abdrade, Mitchel et Stafford (2001) ont conclu que les fusions-acquisitions créent de la valeur pour les actionnaires de l'acquéreur, bien que la majorité des gains reviennent à ceux de l'entreprise cible. Ils soutiennent donc ainsi que les fusions et acquisitions engendrent des synergies qui améliorent la génération de « cash-flows » à l'avenir, et que les entreprises concernées sont donc plus performantes que les entreprises qui n'ont pas effectué d'opérations de ce type.

Bradley, Desai et Kim (1983) ont observé les mêmes résultats, mais se sont rendu compte que ces rendements étaient positifs, même si l'opération n'aboutissait pas, remettant en cause la méthodologie développée pour mesurer effectivement le succès des opérations (Navatte et Schier, 2008).

En revanche, il existe des études qui remettent en question l'idée selon laquelle les fusions-acquisitions créent de la valeur pour les actionnaires. Par exemple, Moeller, Schlingemann et Sulz (2004) ont étudié la performance des entreprises acquéreuses sur plusieurs années et ont constaté que les rendements anormaux étaient négatifs pour les entreprises ayant mené une opération de fusion-acquisition (Vazirani, 2012).

Cette conclusion est d'ailleurs partagée par King, Covin et Dalton (2004) qui ont réalisé une méta-analyse sur 93 études en distinguant la réaction du marché, le jour de l'annonce et sur le long terme. Ils ont observé des résultats positifs pour les entreprises cibles et acquéreuses, uniquement le jour de l'annonce, mais les rendements anormaux étaient négatifs dans la fenêtre de 1 à 5 jours suivants et tous les résultats étaient négatifs à partir du 5^e jour.

Ces études suggèrent que les synergies attendues lors de l'annonce ne se réalisent pas toujours, et qu'il n'y a rien pour prouver que les fusions et acquisitions sont liées à de meilleurs résultats pour les entreprises concernées (King, Covin et Dalton, 2004).

Une autre méta-analyse réalisée par Meckl et Röhrle (2016) est venue confirmer les résultats précédents. Elle a conclu que 52,4% des transactions analysées n'ont pas été couronnées de succès en considérant les rendements anormaux cumulés. Cette méta-analyse a également mis en évidence des rendements négatifs pour les rendements anormaux cumulés avec un niveau de confiance de 95% (Meckl et Röhrle, 2016).

Une explication au fait que les rendements soient positifs seulement le jour de l'annonce de l'opération a été développée par Alexandridis, Antoniou et Petmezas (2007), dont l'hypothèse est que les investisseurs tendent à surévaluer les rendements attendus liés à l'opération de fusion-acquisition et que les rendements deviennent négatifs du fait que ceux-ci corrigent leurs mauvaises évaluations avec le temps.

D'ailleurs, ceux-ci ont observé des rendements négatifs d'environ 0,58% mensuellement pour les revenus anormaux des actions des entreprises acquéreuses (Chalençon, 2011).

Cette explication peut également être soutenue par l'étude de Renneboog et Vansteenkiste (2019) qui exprime le fait que de nombreuses études montrent que les acquéreurs ne font pas de rendement voire des rendements négatifs lors de l'annonce de l'acquisition et que tout rendement positif au moment de l'annonce n'est pas soutenu dans le long terme (Renneboog et Vansteenkiste, 2019).

Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992) ont étudié les rendements anormaux des actions, en examinant les rendements effectifs des entreprises acquéreuses du NYSE par rapport à un « benchmark », reprenant toutes les entreprises du NYSE, autour de l'annonce de l'opération. Ils ont observé une perte d'environ 10% pour les actionnaires d'entreprises acquéreuses sur une période de 5 ans.

1.2. Mesures comptables

Le recours aux **mesures comptables** pour évaluer la performance des fusions-acquisitions connaît une forte **croissance** depuis les années 80 (Papadakis et Thanos, 2012).

L'étude réalisée par Papadakis et Thanos (2012) montre que la moitié des entreprises ont connu une **performance inférieure** à celles qu'elles avaient réalisées deux ans avant l'opération de fusion-acquisition, selon des ratios financiers tels que ROA, ROS et ROE (Papadakis et Thanos, 2012).

Des résultats allant dans le même sens ont été observés par Muller (1980), Peer (1980), Ryden et Edberg (1980). Buehner (1991) ainsi que Ikeda et Doi (1983) ont des résultats similaires pour le ROE, tandis que pour le ROA, ils ont respectivement des résultats positifs et non significatifs (Martynova et Renneboog, 2008).

La littérature penche donc vers un consensus selon lequel les fusions-acquisitions **affectent négativement** la performance des entreprises (Martynova et Renneboog, 2008).

D'après l'étude menée par Papadakis et Thanos (2012), la croissance des ventes, des profits et des actifs était **affectée négativement** par les fusions-acquisitions, que ce soit pour l'acquéreur ou la cible (Papadakis et Thanos, 2012).

Cette conclusion est soutenue par l'étude de la **croissance des ventes** de Mueller (1980) ainsi que Janny et Weber (1980) ; tandis qu'il n'y a pas d'effet significatif observé dans les études de Gosh (2001) et d'Ikeda and Doi (1983). En revanche, Ryden et Edberg (1980) ont observé une croissance positive dans leur étude.

L'intérêt d'utiliser des mesures comptables en **complément des mesures financières** est qu'elles permettent d'évaluer la performance effectivement réalisée par l'entreprise, contrairement aux mesures financières qui mesurent l'anticipation des revenus futurs du point de vue des investisseurs (Papadakis et Thanos, 2012).

D'ailleurs, elles ne permettent pas seulement de mesurer le rendement, mais également **l'efficacité opérationnelle**, la **liquidité** et la **solvabilité**, donnant ainsi une image plus complète de la performance des opérations. Par ailleurs, ce sont les mesures qui permettent le mieux d'évaluer les **synergies**, qui constituent l'un des objectifs principaux pour lesquels les entreprises entreprennent ce type d'opération (Papadakis et Thanos, 2012).

1.3. Mesures du cash-flow opérationnel

L'étude de Healy, Palepu et Ruback (1992) a montré que les investisseurs ont tendance à anticiper une baisse des résultats des entreprises après une acquisition, ce qui se reflète dans la baisse du cours de bourse des entreprises. Cependant, leur étude n'a **pas prouvé de corrélation** entre les entreprises réalisant des acquisitions et une **baisse des cash-flows opérationnels**.

Ils ont observé que les « cash-flows » opérationnels augmentent après une acquisition, ce qui pourrait s'expliquer par une utilisation plus efficace des actifs. Ils ont également constaté que les entreprises ayant une croissance des « cash-flows » opérationnels positive ont des rendements anormaux plus élevés à l'annonce de l'acquisition, ce qui suggère que le marché est capable d'anticiper les entreprises capables d'améliorer leurs « cash-flows » opérationnels grâce aux acquisitions (Healy, Palepu et Rubak, 1992).

Ces résultats sont supportés par l'étude de Rahman et Limmack (2004) qui a montré que les entreprises ayant réalisé des opérations de fusions-acquisitions avaient des « cash-flows » opérationnels supérieurs à ceux n'en ayant pas réalisé, grâce à une utilisation plus **efficace** des capacités des **actifs** et à une amélioration de leur **marge opérationnelle** (Rahman et Limmack 2004) (Chalençon, 2011).

Dans une étude menée par Sharma et Ho en 2002, les auteurs ont constaté que le « **cash-flow** » **opérationnel diminuait** fortement un an après la fusion-acquisition et continuait à diminuer jusqu'à cinq ans après l'opération. Ils n'ont pas constaté d'amélioration de la performance des entreprises après la fusion-acquisition (Chalençon, 2011).

Papadakis et Thanos (2012) ont également analysé les études relatives aux cash-flows opérationnels, et en ont dégagé que les fusions-acquisitions avaient un effet positif sur cette mesure. Ces observations sont partagées par Healy, Palepu et Ruback, 1997 ainsi que Lin et Switzer (2001) (Martynova et Renneboog, 2008).

2. Les raisons des échecs

Plusieurs études ont identifié des raisons pour lesquelles les entreprises échouent souvent dans leurs stratégies de fusion-acquisition. Parmi ces raisons figurent **la mauvaise compréhension des stratégies de fusion-acquisition, l'orgueil des managers, la mauvaise intégration, la mauvaise valorisation de la cible ou des synergies, le manque d'engagement, le manque de « leadership » ou encore la suppression trop rapide des capacités excédentaires** (Bellinger et Hillman, 2000 ; Hapeslagh et al., 1991 ; Joshi, Mudde et Sanchez, 2018) (Vazirani, 2012).

Une des grandes raisons d'échec est donc le fait que les dirigeants de l'entreprise peuvent être motivés par des **objectifs de prestige ou de réputation**, les amenant à entreprendre des opérations de fusions-acquisitions qui ne sont **pas alignées sur les intérêts des actionnaires**. Ce problème se réfère à la « théorie de l'agence ».

Une solution pourrait être de lier la rémunération des dirigeants aux intérêts des actionnaires, par exemple en liant leur bonus à la valeur des actions de l'entreprise. D'ailleurs, l'étude menée par Feito-Ruiz et Renneboog (2017) a démontré que les dirigeants dont une partie importante de la rémunération est basée sur la valeur des actions ont tendance à payer des primes moins élevées lors d'acquisitions et obtiennent de ce fait un meilleur rendement à court terme (Renneboog et Vansteenkiste, 2018).

Une autre raison importante liée à l'attitude des dirigeants souvent évoquée dans la littérature est « **l'hubris des managers** ». En effet, ces derniers ont tendance à être optimistes et à avoir « trop » confiance en eux, les conduisant à payer des primes d'acquisition élevées.

De plus, ils sont souvent influencés par les pratiques des autres entreprises, et peuvent donc se lancer dans des opérations de croissance externe par mimétisme.

Enfin, une certaine routine peut s'installer, les dirigeants continuent donc à opter pour des opérations de fusions-acquisitions sans remise en question de la stratégie (Renneboog et Vansteenkiste, 2018).

Il est évident que **l'intégration** est un facteur déterminant de la réussite d'une fusion-acquisition et, par conséquent, un élément clé expliquant les échecs. L'intégration consiste à exécuter le processus de coordination nécessaire pour fusionner l'acquéreur et la cible, afin qu'elles deviennent qu'une entité unique. Les deux raisons principales expliquant les échecs d'intégration sont **l'absence d'une stratégie claire en matière d'intégration**, et **l'incapacité à mettre en œuvre** correctement cette stratégie (Bergström et Rucht, 1970).

Enfin, une autre explication couramment avancée pour expliquer les échecs des fusions-acquisitions concerne les **différences culturelles**, lors d'opérations transnationales. Bien que ces différences puissent créer des opportunités, elles peuvent également créer des conflits et des difficultés pour les équipes à s'entendre et à créer des synergies.

Par ailleurs, les résultats des études menées sur ce sujet sont mitigés, certaines suggérant que la distance culturelle améliore la performance des fusions-acquisitions, tandis que d'autres montrent qu'elle la détériore (Renneboog et Vansteenkiste, 2018).

3. Les paramètres améliorant la performance

Dans leur étude, Morck, Shleifer et Vishny (1990) ont identifié trois profils d'acquéreurs qui ont des performances moins bonnes dans les fusions-acquisitions: ceux qui cherchent à se **diversifier**, ceux qui achètent des entreprises **en pleine croissance** et ceux dont la **performance managériale** était faible avant l'acquisition (Morck, Shleifer et Vishney, 1990).

D'autres auteurs, tels que Healy, Palepu et Ruback (1992) ainsi que Renneboog et Vansteenkiste (2019), ont soutenu que les fusions-acquisitions réalisées dans un but de **diversification** n'obtiennent pas de bonnes performances.

Renneboog et Vansteenkiste (2019) le justifient par le fait que l'acquéreur ne possède pas les compétences et ressources permettant d'intégrer et de diriger de façon optimale l'entreprise. Les entreprises qui acquièrent des structures proches d'elles connaissent le domaine dans lequel la cible évolue, et obtiennent des résultats supérieurs (Renneboog et Vansteenkiste, 2019).

Toutefois, ces observations sont contestées par Sharma et Ho (2002), considérant qu'il n'y a pas de différence de performance significative entre fusions conglomérales et non-conglomérales (Sharma et Ho, 2002).

En ce qui concerne le **financement** des acquisitions, certains auteurs tels qu'Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992) ainsi que Rau et Vermaelen (1998) ont démontré que les entreprises qui paient l'acquisition avec des actions ont des performances inférieures à celles utilisant du « cash ».

Cette conclusion est également supportée par Golubov, Yawson et Zhang (2015) dans leur étude sur les entreprises qui arrivent systématiquement à obtenir des résultats positifs pour leurs acquisitions. Il se trouve que les meilleurs acquéreurs sont ceux qui financent leurs opérations en espèces (Golubov, Yawson et Zhang, 2015).

Contrairement à ces affirmations, Healy, Palepu et Ruback (1992) soutiennent que le mode de financement n'a pas d'impact sur la performance post-acquisition (Healy, Palepu et Ruback, 1992).

La taille de l'entreprise peut également affecter la performance des fusions-acquisitions. Moeller, Schlingemann et Stulz (2004) ont constaté que les actionnaires de petites entreprises gagnaient au moment de l'annonce d'une acquisition, tandis que les grandes entreprises perdaient.

Dans leur étude, cette variable avait un impact plus important que le moyen de financement de l'opération. Leur hypothèse pour justifier ce phénomène est que les grandes entreprises qui s'efforcent de croître par fusions-acquisitions envoient indirectement le signal qu'elles n'ont plus de possibilité de croissance organique (Moeller, Schligemann, Stulz, 2003).

Si l'on étudiait cette variable de manière isolée, cela affecterait significativement le taux de réussite des opérations. Si l'on ne considérait que le rendement anormal agrégé des petites entreprises, le résultat serait positif en ne prenant en compte que les petites entreprises acquéreuses.

Cependant, en prenant en compte les grandes entreprises, le rendement négatif viendrait contrebalancer le rendement positif, ce qui nous amène à dire que les fusions et acquisitions ne sont pas efficaces (Moeller, Schligemann, Stulz, 2003).

Selon Allred et al. (2005), la taille de l'acquéreur et de la cible est liée à la performance de l'opération. En effet, si une grande entreprise acquiert une plus petite, elle risque de ne pas accorder suffisamment d'importance à l'intégration de la petite structure, ce qui peut conduire à l'échec de l'opération.

Vazirani (2012) soutient que les petites opérations ont tendance à créer de la valeur, tandis que les grandes transactions ont tendance à en détruire. Navatte et Schier (2008) vont dans le même sens.

Ainsi, il est préférable, pour les entreprises, de se concentrer sur **l'acquisition de filiales** plutôt que de grandes entreprises, selon Moeller, Schligemann et Stulz (2003). Ces auteurs ont constaté que les seules opérations qui génèrent un gain agrégé positif sont les acquisitions de filiales. En outre, Golubov, Yawson et Zhang (2015) ont étudié les meilleurs acquéreurs et ont constaté qu'ils préféraient acheter des filiales d'entreprises.

4. Conclusion

Nous avons constaté que la performance générale des opérations de fusions et acquisitions est difficile à évaluer de manière claire et consensuelle. La littérature sur le sujet est très large et utilise différentes méthodologies et échantillons, ce qui rend difficile l'obtention d'un consensus.

Certains auteurs expliquent ce manque de consensus par le fait que chaque fusion-acquisition est unique et que les résultats ne sont donc pas comparables (Lubatkin, 1987) tandis que King, Covin et Dalton (2004) suggèrent qu'il existe des variables non identifiées qui expliqueraient mieux la variance dans la performance des acquisitions (King, Covin et Dalton, 2004).

Enfin, certaines recherches récentes postulent que la mesure de la performance ne peut pas être suffisante pour expliquer des phénomènes complexes comme les fusions et acquisitions. De plus, l'utilisation de mesures financières classiques peut ne pas être exhaustive pour expliquer la performance des acquisitions (Zollo et Meier, 2008).

La dispersion des résultats à long terme en fonction des méthodologies de recherches, des échantillons et de la temporalité de l'étude ne nous permet pas d'arriver à un consensus sur la performance des opérations de fusions et acquisitions (Chalençon, 2011). Cependant, nous pouvons tout de même nous approcher d'un consensus qui tendrait à décrire les fusions-acquisitions comme négatives à court terme pour les actionnaires de l'acquéreur, et plutôt positive pour la cible (Chalençon, 2011) (Bethume, 2020) (Campa et Hernando, 2004).

Les mesures comptables sont plus nombreuses à démontrer un impact négatif des fusions-acquisitions sur la performance des entreprises y participant, tandis que le « cash-flow » semble être positivement impacté pour un nombre d'entre elles.

5. Limites

Nous avons donc identifié quelques limites qui empêchent de tirer une conclusion claire.

L'une des limites pour mesurer la performance des fusions et acquisitions concerne la **méthode de mesure** utilisée. En effet, la méthode de l'étude d'événements pour évaluer le rendement des actionnaires repose sur l'hypothèse que les investisseurs peuvent évaluer avec précision les rendements anormaux à long terme, ce qui n'est pas toujours le cas (Andrade, Mitchell et Stafford, 2001). De plus, cette méthode doit être cohérente avec la théorie d'efficience des marchés, ce qui signifie que le prix de l'action doit refléter l'information disponible pour les investisseurs.

Une autre limite concerne la difficulté des auteurs à identifier **les sources des rendements**. En effet, il est compliqué d'isoler la part des rendements influencée uniquement par la fusion-acquisition (Andrade, Mitchell et Stafford, 2001). Ceci est dû au fait que les performances de ces opérations sont influencées par de nombreuses forces qui peuvent parfois agir dans des sens opposés. Cette difficulté à isoler les effets de la fusion-acquisition explique également la diversité des résultats observés concernant la performance de ces opérations. En effet, chaque échantillon étudié est influencé par son marché, sa temporalité et d'autres évènements pouvant affecter l'économie (Navatte et Schier, 2008).

Une troisième limite réside dans la difficulté des entreprises à prendre des décisions qui leur permettent de réaliser des bénéfices significatifs et **d'obtenir de meilleurs résultats que le marché** dans un environnement très concurrentiel. La littérature sur les rendements anormaux suggère que les entreprises ayant recours aux fusions-acquisitions ont du mal à avoir de meilleurs résultats que les entreprises qui n'en réalisent pas, car elles ont du mal à générer des bénéfices anormaux nettement supérieurs à ceux-ci. Par ailleurs, selon la théorie de l'efficience des marchés, les rendements anormaux ne peuvent pas être durables sur le long terme.

Un exemple concret qui illustre la difficulté de tirer une conclusion claire et consensuelle sur le sujet de la performance des fusions-acquisitions a été trouvé dans l'étude de Renneboog et Vansteenkiste (2019) à partir de données de terrain.

Ils ont pu démontrer que lorsque la rémunération du CEO était liée au prix de l'action, cela avait un impact positif sur le cours boursier à court et long terme. Cependant, il n'y avait pas de preuve que cela améliorait la performance opérationnelle de l'entreprise à long terme. En revanche, lorsque des membres du conseil d'administration avaient une rémunération liée au prix de l'action, cela améliorait la performance opérationnelle de l'entreprise à long terme, mais il n'y avait pas de preuve que cela améliorait la performance boursière (Renneboog et Vansteenkiste, 2019).

Ainsi, il est important de prendre en compte de nombreux critères de performance pour évaluer la performance d'une entreprise impliquée dans une fusion-acquisition (Renneboog et Vasteenkiste, 2019). Pour une analyse adéquate, il faut tenir compte des raisons qui ont poussé l'entreprise à entreprendre ces opérations, car cela influe sur la rentabilité attendue (Chalençon, 2011). Les mesures choisies pour évaluer la performance doivent également être adaptées à ces raisons.

Bien que l'analyse de la réaction du marché soit un indicateur de la performance présumée de l'entreprise, d'autres mesures doivent être utilisées pour obtenir une image claire de la performance réelle. Il est également nécessaire de considérer que l'on ne peut pas mesurer une opération offensive de la même manière qu'une opération défensive.

Hypothèse 2 : « Les entreprises ayant une stratégie d'acquisition programmatique ont de meilleures performances que celles suivant une autre stratégie. »

1. La performance des fusions-acquisitions programmatiques

La performance des fusions-acquisitions programmatiques a été étudiée en détail par le cabinet de conseil « McKinsey & Company ». Une de ces études a été publiée en 2022 et a analysé les 2 000 entreprises les plus importantes du monde en termes de capitalisation boursière (plus de 2 milliards de dollars), à l'exception des entreprises du secteur bancaire et celles ayant leur siège social en Afrique ou en Amérique du Sud, nommées « Global 2,000 ». Cette analyse a porté sur une période de 10 ans, de décembre 2009 à décembre 2019, et a examiné un échantillon de 21 000 transactions, représentant une valeur de près de 7 000 milliards de dollars (Uhlener et Wol, 2022).

Une étude supplémentaire a été menée entre décembre 2007 et décembre 2017, sur les « Global 1,000 », c'est-à-dire les 1000 premières entreprises non bancaires en termes de capitalisation boursière. Les entreprises ayant leur siège social en Amérique latine ou en Afrique ont été exclues de l'étude (Rudnicki, Siegel et West, 2019).

Une autre étude a été réalisée entre 1999 et 2010, portant sur plus de 15 000 transactions effectuées parmi les « Global 1,000 » (Rehm, Uhlener, West, 2012).

Pour identifier les entreprises qui ont une stratégie de fusions-acquisitions programmatiques, le cabinet de conseil McKinsey a utilisé deux variables clés : **le nombre de transactions par an**, qui reflète la capacité de l'entreprise à mener des opérations, et **la valeur des transactions** (Uhlener et Wol, 2022).

1.1. Les différents types d'acquéreurs

Les études ont ainsi identifié quatre types de stratégies de fusions-acquisitions : les fusions-acquisitions **programmatiques**, les fusions-acquisitions **sélectives**, les fusions-acquisitions **de grande taille** et les fusions-acquisitions **organiques** (Giesberg et al., 2020).

Les fusions-acquisitions **programmatiques** sont celles pour lesquelles une entreprise a réalisé plus de deux transactions de petite ou moyenne taille par an, ce qui a entraîné une augmentation significative de sa capitalisation (au moins 19 % de la capitalisation de l'acquéreur) (Rehm, Uhlener et West (2012) et Giesberg et al. (2020)).

Les fusions-acquisitions **sélectives** font référence aux sociétés qui ont réalisé deux transactions ou moins par an, mais la valeur cumulée de ces opérations représente plus de 2 % de la valeur de l'acquéreur (Giesberg et al., 2020).

Les fusions-acquisitions **organiques** ne réalisent qu'une transaction au maximum tous les trois ans, et la valeur cumulée de ces opérations est inférieure à 2 % de la capitalisation de l'acquéreur (Giesberg et al., 2020).

Les fusions-acquisitions de **grande taille** sont celles pour lesquelles l'acquéreur réalise une transaction pour laquelle la capitalisation de la cible représente 30 % ou plus de la capitalisation de l'acquéreur et qui impliquent au moins une transaction (Giesberg et al., 2020).

1.2. Performance des fusions-acquisitions programmatiques

Maintenant que nous avons identifié les différents profils d'acquéreurs, déterminons comment les acquéreurs programmatiques obtiennent de meilleurs résultats que d'autres.

1.2.1. *Excès de rendement total pour l'actionnaire*

Dans une étude menée par Uhlener et Wol (2022), il ressort que les fusions-acquisitions programmatiques sont les plus performantes en termes d'excès de rendement total pour l'actionnaire, avec une médiane de 2,1% sur une période de 10 ans, tandis que les fusions-acquisitions sélectives et de grande taille ont respectivement une médiane de -1,3% et -2%. Les fusions-acquisitions organiques ont une médiane de 0% (Uhlener et Wol, 2022).

Les études menées par Giersberg et al. (2020) et Rehm, Uhlener et West (2012) confirment également que les fusions-acquisitions programmatiques sont les plus performantes en termes d'excès de rendement total pour l'actionnaire. Le rendement excédentaire était respectivement de 1,1%, 0,9%, 0% et -4,6% pour les acquisitions programmatiques, sélectives, organiques et de grandes tailles (Giersberg et al., 2020).

Enfin, la dernière étude vient confirmer la supériorité de la stratégie programmatique avec une médiane de 2,8% pour les fusions-acquisitions programmatiques, tandis que les fusions-acquisitions sélectives avaient une médiane de 2%, les fusions-acquisitions organiques, une médiane de 2,0%, les tactiques, une médiane de 1,3%, et les grandes tailles, une médiane de 1,7% (Rehm, Uhlener et West, 2012).

1.2.2. Taux de survie

Dans le top 100 des entreprises qui ont survécu de 2010 à 2019 dans le classement Global 2,000, 59% sont des entreprises avec une stratégie programmatique. Les entreprises non programmatiques ont donc moins de chances de rester dans les plus grandes entreprises du monde (Uhlener et Wol, 2022).

De plus, Rehm, Uhlener et West (2012) ont constaté que les entreprises avec une stratégie programmatique ont un **taux de survie plus élevé** que les entreprises n'ayant pas cette stratégie. Il est ainsi observé que plus on monte dans le classement Global 1,000, plus la proportion d'entreprises survivantes appartenant à la catégorie "programmatiques" est importante.

En revanche, les entreprises "sélectives" et "organiques" voient leur proportion diminuer à mesure que l'on monte dans ce classement. Les "grandes tailles" prennent également une plus grande part, mais leur croissance est moins importante que celle des entreprises "programmatiques" (Rehm, Uhlener et West, 2012).

Ainsi, 24% des entreprises qui sont restées dans le Global 1,000, entre 1999 et 2010, étaient des entreprises programmatiques, tandis que dans le top 100, elles constituaient 40% (Rehm, Uhlener et West, 2012).

1.2.3. Le risque

Les entreprises ayant une stratégie programmatique présentent également un **écart-type plus faible** de leur excès de rendement total pour l'actionnaire que les autres catégories d'entreprises, apparaissant moins risquées que les autres au point de vue de la volatilité de cette mesure. Ainsi les écarts-types étaient respectivement de 7,5%, 10% , 10,3% et 10,8% pour les stratégies programmatiques, sélectives, de grandes tailles et organiques (Uhlener et Wol, 2022).

1.3. Les raisons

Quelles sont les raisons avancées pour justifier la performance supérieure des fusions-acquisitions programmatiques ?

Les fusions-acquisitions programmatiques relèvent d'une stratégie qui consiste à acquérir rapidement les capacités nécessaires pour devenir un leader sur un marché, contrairement à une stratégie de croissance organique, ce qui expliquerait leurs meilleurs résultats par rapport aux entreprises organiques (Uhlener et Wol, 2022).

Les fusions-acquisitions programmatiques ont de meilleurs résultats que les autres types de fusions-acquisitions, car elles ont un **plan préalable** qui permet aux acquéreurs d'améliorer leur avantage compétitif en fonction des tendances du marché. Au lieu d'acquérir des entreprises de façon opportuniste, ces fusions-acquisitions se concentrent sur un thème précis et s'organisent en conséquence (Uhlener et Wol, 2022).

Ainsi, les fusions-acquisitions programmatiques parviennent à **allouer correctement les ressources** nécessaires à l'intégration de la cible, car le plan est mieux réfléchi et moins influencé par des contraintes de temps que lors d'une opération opportuniste. Cela s'applique autant aux contraintes financières qu'organisationnelles et contribue à créer des synergies, notamment dans le but de créer de nouveaux produits, d'entrer dans un nouveau marché ou de transformer l'activité que les entreprises exercent (Uhlener et Wol, 2022).

Les gestionnaires de fusions-acquisitions programmatiques ont la capacité de **réaffecter les ressources financières et opérationnelles** aux unités commerciales qui en ont le plus besoin, ce qui encourage la flexibilité de la part des gestionnaires dans l'allocation des ressources (Uhlener et Wol, 2022).

Cette capacité est liée à la capacité de l'entreprise à allouer des ressources financières et opérationnelles pour créer de nouveaux produits, entrer sur de nouveaux marchés ou transformer son activité existante. Cette approche permet de mieux d'optimiser la nouvelle structure et améliore l'efficacité de l'entreprise (Uhlener et Wol, 2022).

La stratégie programmatique est planifiée avec soin et mise en œuvre de manière réfléchie. Cela permet de mieux faire face aux crises, comme cela a été observé lors de la crise du Covid-19. Selon Uhlener et Wol (2022), cette stratégie a mieux fonctionné en raison de son développement et de sa mise en place bien réfléchis, ainsi que de son alignement sur la stratégie de développement de l'entreprise.

Les dirigeants et les autres parties prenantes sont donc alignés sur cette stratégie, ce qui la rend claire, même en temps de crise, comme l'ont souligné Daume et al.(2021).

Les acquéreurs programmatiques **ont appris de leurs expériences** et ont mis en place des « best practices » pour optimiser chaque étape du processus de fusion-acquisition. En codifiant leurs expériences précédentes, ils améliorent leurs pratiques et deviennent plus performants. Il y a souvent des ressemblances entre les transactions qu'ils réalisent, ce qui leur permet de développer des scénarios pour suivre un processus et de s'assurer de vérifier certains critères. Ainsi, ils sont capables d'évaluer les synergies plus efficacement et de mieux planifier les intégrations (McCurdy et al.,2019).

1.4. Les limites

Les études sur les fusions-acquisitions programmatiques comportent des limites. Les résultats présentés ne sont souvent **que des moyennes** qui masquent les différences de résultats entre les industries et les stratégies de fusion-acquisition.

Notons également que ces études ne fournissent que des données agrégées, sans donner de détails sur les entreprises étudiées ou leur développement. Pour prouver qu'une stratégie est meilleure qu'une autre, les chercheurs se basent souvent sur une mesure unique, l'excès de rendement total pour l'actionnaire, ainsi que sur le taux de survie.

Cependant, ces résultats semblent **insuffisants** pour affirmer que les fusions-acquisitions programmatiques sont supérieures à d'autres stratégies d'acquisition. Ces limites sont similaires à celles rencontrées lors de l'hypothèse n°1 (Rehm, Uhlaner, West, 2012).

De plus, une grande majorité des études réalisées sur les fusions-acquisitions programmatiques ont été faites par des consultants. Nous devrions analyser ce que la littérature peut nous apprendre sur le sujet, en confrontant les résultats à des études réalisées par des scientifiques.

2. Comparaison avec les études scientifiques.

Les études sur le sujet sont assez peu nombreuses étant donné que les fusions-acquisitions programmatiques sont un thème encore récent.

Cependant, nous pouvons distinguer les caractéristiques d'une approche programmatiques et analyser les différents composants dans la littérature. Comme défini précédemment, les fusions-acquisitions programmatiques consistent en une série d'acquisitions, de taille petite ou moyenne, ayant pour but de construire une capitalisation supérieure à 19% de la valeur de l'acquéreur.

Nous pouvons donc chercher dans la littérature comment les acquéreurs en série réussissent par rapport aux acquéreurs uniques, et comment les acquisitions de taille petite et moyenne se comparent-elles aux acquisitions de grande taille en termes d'efficacité.

Cette analyse nous permettra de faire le lien avec les recherches des auteurs précédents, qui ont analysé les stratégies programmatiques, sélectives (en série vs unique), de grandes tailles (grande vs petite) et organiques (étudié dans l'hypothèse 1).

2.1. Les rendements des acquéreurs en série

Selon une étude menée par Kengelbach et al., en 2012, les entreprises qui ont effectué plus d'une acquisition en trois ans (appelées "acquéreurs en série") ont connu un **rendement anormal à court terme** inférieur aux entreprises qui ont effectué une seule acquisition.

À **court terme**, les **rendements** accumulés sont donc plus élevés pour les acquéreurs uniques que pour les acquéreurs en série et diminuent à mesure que la fréquence des acquisitions augmente (Conn et al., 2004 ; Fuller, Netter et Stegemoller, 2002; Zhang et al., 2014).

Sur le **long terme**, les études de Antoniou et al. (2007), Renneboog et Vansteenkiste (2019) et Zaremba et Plotnicki (2016) démontrent que les acquéreurs en série obtiennent des résultats inférieurs par rapport aux acquéreurs uniques et ne génèrent pas de rendements anormaux (Lie et Martinsen, 2022).

Étudions maintenant l'évolution des rendements pour les acquéreurs multiples, afin de déterminer si ceux-ci peuvent apprendre de leur expérience et obtenir, à un moment, des rendements supérieurs aux acquéreurs uniques.

2.2. Évolution des rendements d'acquisition en acquisition

D'après Renneboog et Vansteenkiste (2019), les acquéreurs fréquents ont une tendance à voir les **rendements de leur action à court et à long terme baisser**, tout comme leur **performance opérationnelle** et ce, d'opération en opération. Cette observation est en accord avec les études de Fuller et al. (2002), Conn et al. (2005), Billet et Qian (2005), Croci (2005), Anoniou, Petmezas et Zhao (2007), Ahern (2006 et 2010), Ismail (2008), Laamanen and Keil (2008) et Aktas, de Bodt et Roll (2009).

La performance des acquéreurs multiples diminue encore plus fortement si leur première acquisition est réussie. En revanche, si leur première acquisition a été un échec, les rendements s'améliorent. Malgré cela, ces entreprises ne parviennent généralement pas à atteindre les mêmes niveaux de performance que celles ayant réussi leur première acquisition (Conn et al., 2004).

Cependant, selon de Croci et Petmezas (2009), les entreprises ayant réussi des opérations d'acquisition ont plus de chances de réussir à l'avenir. Après une série d'acquisitions réussies, la probabilité d'obtenir des rendements positifs importants est plus élevée que celle de subir une grande perte. Bien que les rendements diminuent d'opération en opération, les rendements anormaux cumulés moyens restent positifs (Croci et Petmezas, 2009).

Ces observations sont affirmées par l'étude menée par Hu, Li et Wang (2020) dans laquelle les entreprises qui ont déjà réalisé au moins 12 acquisitions dans le passé ont obtenu de meilleurs résultats à court et long terme, ainsi qu'une réaction plus favorable des marchés lors de l'annonce d'une acquisition de grande envergure (c'est-à-dire celles qui dépassent les 500 millions de dollars).

Cette observation est en contradiction avec le fait que les acquisitions de grande taille ont historiquement tendance à diminuer significativement la valeur boursière des acquéreurs. Ces résultats suggèrent que les acquéreurs ayant plus d'expérience sont **mieux en mesure de gérer l'intégration et de mettre en place des améliorations opérationnelles** (Hu, Li et Wang, 2020). En outre, selon Zhang et al. (2004), les entreprises qui effectuent des acquisitions en série ont initialement de meilleures performances que celles qui n'en font qu'une seule, car elles ont des **coûts d'intégration plus faibles** (Zhang et al., 2014).

Selon l'étude menée par Conn et al. (2004), les entreprises qui procèdent à plusieurs acquisitions connaissent une **baisse de leur marge bénéficiaire**, qui passe d'un niveau positif à des niveaux plus bas, voire négatifs pour les acquisitions suivantes (Conn et al., 2004). Selon Ismail (2008), les rendements des acquéreurs multiples connaissent une baisse après leur deuxième opération, mais restent positifs jusqu'à leur quatrième acquisition.

La majorité des études suggèrent que les entreprises voient **leur rendement diminuer** au fil de leurs acquisitions successives. Cependant, certaines recherches suggèrent que les entreprises peuvent tirer parti de l'expérience acquise lors de leurs précédentes acquisitions. Nous allons donc explorer si les entreprises peuvent capitaliser sur ces expériences pour améliorer leur performance.

2.3. L'impact de l'expérience sur la performance

Dans ses recherches, Hayward (2002) a constaté que les entreprises peuvent tirer des avantages en apprenant de leurs expériences passées en matière d'acquisition. Toutefois, lorsqu'une entreprise effectue des opérations d'acquisition trop similaires à celles qu'elle a déjà réalisées, elle risque de ne pas en tirer de nouveaux enseignements, car elle ne parvient pas à identifier les différences entre chaque opportunité (Hayward, 2002).

Cette idée diffère de celle de certains auteurs tels que Porter (1987 et 1996) et Ravenscraft et Scherer (1987), qui affirment que les entreprises réussissent mieux lorsqu'elles effectuent des acquisitions en série proche de leur activité principale, leur permettant de tirer profit de leur spécialisation (Hayward, 2002).

Selon Hayward (2002), bien que les entreprises acquièrent de l'expérience à travers leurs opérations d'acquisition successives, elles ont souvent du mal à établir un lien entre leurs expériences passées et la performance de leurs acquisitions, comme le constatent d'autres chercheurs tels que Halebian et Finkelstein (1999), Kusewitt (1985), et Zollo et Singh (2000).

Ainsi, en matière de fusions-acquisitions, il est loin d'être certain que l'expérience acquise améliore automatiquement la performance de l'intégration. En revanche, ce qui compte c'est la façon dont les acquéreurs parviennent à formaliser et à utiliser leur expérience pour améliorer leur performance à long terme.

En effet, l'accumulation d'expérience ne suffit pas à elle seule à impacter directement la performance, car la complexité et l'hétérogénéité des opérations compliquent le développement de mécanismes de "learning by doing" qui s'avèrent efficaces (Leshchinskii et Zollo, 2012).

La durée entre les acquisitions a-t-elle une influence sur les rendements des futures opérations ?

2.4. L'impact de l'intervalle entre les opérations

D'après l'étude de Macias, Rau et Stouraitis (2016), les entreprises acquéreuses qui ont une stratégie de croissance continue ou accélérée (10 acquisitions en moyenne sur une période de 10 ans), appelées "sprinters", ont une **meilleure performance opérationnelle**, correspondant au ratio EBITDA/total actif, et une valeur d'entreprise plus élevée que les acquéreurs occasionnels (3,5 acquisitions en moyenne) ou ceux ayant une stratégie de croissance organique.

Par ailleurs, selon Conn et al. (2004), les **rendements décroissent** davantage chez les acquéreurs ayant des acquisitions rapprochées. Leur étude a également révélé que plus l'intervalle entre les opérations est long, plus le rendement anormal cumulé est élevé. À l'inverse, lorsque les intervalles entre les acquisitions sont trop longs, les enseignements passés peuvent devenir obsolètes, ou être oubliés (Hayward, 2002).

2.5. Les raisons de la sous-performance des acquéreurs en série

Kengelbach et al. (2012) l'expliquent par le fait que le coût lié aux problèmes d'intégration et l'excès de confiance des dirigeants sont plus importants que les gains résultant de l'apprentissage tiré des fusions-acquisitions.

La théorie de l'hubris des dirigeants est supportée par Renneboog et Vansteenkiste (2019), Conn et al. (2005) et Ahern (2006). Celui-ci ajoute que la courbe descendante du taux de rendement anormal cumulé peut être liée à la variation des opportunités d'investissement au fil du temps (Aktas, de Bort et Roll, 2007).

Renneboog et Vansteenkiste (2019) ajoutent que cette baisse des rendements est liée au manque de ressources de l'entreprise pour apprendre correctement de leurs expériences passées (Renneboog et Vansteenkiste, 2019).

Cependant, Aktas, de Bodt et Roll (2007) expliquent que le taux de rendement anormal cumulé devrait diminuer si les dirigeants sont rationnels et motivés économiquement, puisqu'ils apprennent de leur expérience passée et sont capables d'évaluer plus précisément les cibles potentielles. Cela diminue le risque de l'opération et leur permet de proposer des offres plus élevées, réduisant ainsi le taux de rendement anormal cumulatif. Le risque diminue du fait de l'expérience acquise par le management, limitant ainsi les risques de l'opération, mais diminuant également les rendements (Aktas, de Bodt et Roll, 2007).

Après avoir abordé la première caractéristique clé des fusions-acquisitions programmatiques, à savoir l'acquisition en série, abordons maintenant la deuxième caractéristique majeure de ces opérations : la taille des cibles.

2.6. L'impact de la taille de la cible

Les résultats de l'étude menée par Netter, Stegemoller et Wintoki (2010) indiquent que les grandes entreprises, celles dont la valeur est supérieure à un milliard de dollars, obtiennent des rendements anormaux cumulés (RAC) positifs lorsqu'elles acquièrent des petites (0,2%) ou des moyennes entreprises (0,5%), tandis que l'acquisition de grandes entreprises leur fait subir un rendement négatif (-1%) (Netter, Stegemoller et Wintoki, 2010).

Cependant, pour les entreprises de taille moyenne, celles dont la valeur est comprise entre cent millions de dollars et un milliard de dollars, l'acquisition d'une petite entreprise entraîne un RAC de 0,8%, contre 2,4% obtenu pour une cible de taille moyenne et 7,5% pour une grande cible (Netter, Stegemoller et Wintoki, 2010).

Pour les petites entreprises, celles dont la valeur est inférieure à cent millions de dollars, l'acquisition d'une entreprise de taille moyenne permet d'optimiser le RAC (10%), tandis que les acquisitions de petites entreprises produisent un RAC de 3,7% et les acquisitions de grandes entreprises un RAC négatif de -5,9% (Netter, Stegemoller et Wintoki, 2010).

Il semble que la taille des entreprises ait une influence sur les rendements, ce qui pourrait expliquer la baisse des rendements des entreprises qui acquièrent en série. Selon Ahern (2008), les entreprises obtiennent de meilleurs rendements anormaux lors de leurs premières acquisitions que lors des suivantes, car elles ont tendance à choisir des cibles de taille optimale pour minimiser les coûts d'intégration et de transaction.

Au fur et à mesure que l'entreprise acquéreuse devient plus importante, elle se tourne vers des cibles de plus grande taille, affectant les rendements. Les constatations de détérioration des rendements du fait de l'augmentation des coûts d'intégration sont partagées par Bradley et Sundaram (2006) ainsi que par Zhang et al. (2014.).

Une explication supplémentaire à la baisse de performance des acquéreurs multiples est celle de Moeller, Schlingemann et Stulz (2004), qui est que la vision des dirigeants et des actionnaires se désaligne de plus en plus à mesure que l'entreprise grandit au-delà d'un certain seuil. Les transactions ultérieures sont donc plus susceptibles d'être réalisées dans le but de générer des avantages pour les dirigeants. L'hypothèse de surperformance des dirigeants est également soulevée, selon laquelle ceux-ci deviennent de plus en plus confiants après chaque transaction et sont tentés de surenchérir (Ahern, 2008).

L'étude menée par Fuller, Netter et Stegemoller (2002), expose des constatations différentes, étant donné que les rendements des acquisitions sont plus élevés pour les cibles de plus grande taille. Les entreprises cotées obtiennent des rendements positifs lorsque la cible est payée en espèces et que sa taille augmente, mais des rendements négatifs lorsque le paiement se fait en actions. Pour les filiales ou les entreprises privées, les rendements augmentent à mesure que la taille relative de la cible augmente et sont plus élevés lorsque la transaction est réalisée en actions (Conn et al., 2004).

3. Conclusion

Il y a des différences entre les résultats des études menées par les consultants et ceux de la recherche scientifique sur les fusions-acquisitions. Selon les consultants, les fusions-acquisitions programmatiques sont plus performantes que les autres stratégies de fusion-acquisition, mais les études scientifiques suggèrent que les acquéreurs uniques ont de meilleures performances que les acquéreurs en série, ce qui conduit à dire que les fusions-acquisitions sélectives sont plus performantes que les fusions-acquisitions programmatiques. Il y a un consensus pour dire que les fusions-acquisitions de petite taille ont de meilleures performances que celles de grande taille, ce qui rend les fusions-acquisitions programmatiques plus performantes que celles de grande taille.

4. Limites

Il y a toutefois des limites à la revue des études scientifiques puisque les différentes composantes des fusions-acquisitions ont été étudiées sans tenir compte des avantages ou des inconvénients qui pourraient découler de la synergie entre les composantes. De plus, ces composantes n'ont pas été étudiées dans le cadre stratégique des fusions-acquisitions programmatiques, qui se concentre sur un thème spécifique de fusion-acquisition. Il s'agit de données stratégiques qui ne sont pas toujours divulguées par les entreprises, et qui empêcheraient donc d'étudier un échantillon suffisant.

Nous allons donc tenter de démontrer, à l'aide d'un échantillon similaire à celui des études de consultance, comment les fusions-acquisitions programmatiques se comportent face aux autres types de stratégies.

Partie 2 : ANALYSE

1. Méthodologie

Cette étude se penche sur la question de la performance des acquéreurs programmatiques par rapport aux autres types d'acquéreurs.

La littérature existante ne permet pas d'arriver à un accord clair sur leur performance. Les études d'Uhlenker et Wol (2022), Rudnicki, Siegel et West (2019), Rehm, Uhlaner et West (2012) ainsi que celle de Giesberg et al. (2020) ont établi un consensus sur le fait que les acquéreurs programmatiques soient plus performants que les acquéreurs sélectifs, organiques et de grandes tailles. Ils le démontrent au travers de la supériorité de l'excès de rendement total pour l'actionnaire et du taux de survie dans les cent meilleures entreprises de leur échantillon au travers du temps.

Cependant, l'analyse de la performance des acquéreurs programmatiques fait ressortir une conclusion différente en ce qui concerne les éléments qui la composent, à savoir les acquisitions en série et celles d'entreprises de plus petite taille. En effet, la performance à court et long terme mesurée au travers du rendement abnormal est moins élevée pour les acquéreurs en série, et les rendements tendent à diminuer d'une acquisition à l'autre. Ces résultats vont donc à l'encontre des études mentionnées précédemment. Néanmoins, il convient de noter que l'acquisition d'entreprises de taille moins importante permet d'améliorer la rentabilité, allant dans le sens des études susmentionnées.

Afin d'obtenir une vision plus complète de la performance des différents types d'acquéreurs, il est important d'analyser les rendements anormaux et d'autres mesures comptables, en comparant les acquéreurs programmatiques aux acquéreurs sélectifs et organiques. Cette analyse nous permettra d'obtenir une perspective supplémentaire sur les performances de ces types d'acheteurs.

Dans le chapitre suivant, nous aborderons, en détail, la méthodologie utilisée, la collecte de données, l'échantillon sélectionné et les méthodes employées pour évaluer la performance des différents types d'acheteurs.

1.1. Collection d'informations

Afin de mener cette étude sur les différents types d'acquéreurs, nous avons utilisé la base de données de Refinitiv Eikon afin de récolter les données nécessaires à une étude d'événements sur les rendements anormaux moyens cumulés autour de la date d'annonce d'une acquisition. Cette analyse permettra d'étudier la réaction du marché aux annonces des différents acquéreurs.

De plus, nous avons extrait les informations nécessaires à l'étude de la performance par des indicateurs comptables. Cela comprend les mesures spécifiques à chaque entreprise, ainsi que les mesures moyennes annuelles pour chaque secteur.

Afin de collecter les informations nécessaires, nous avons utilisé les filtres et outils de recherche de Refinitiv Eikon afin d'extraire l'ensemble des opérations réalisées par les entreprises de l'échantillon. Nous avons inclus les opérations complétées impliquant des cibles publiques, privées ou des filiales.

Ensuite, nous avons restreint l'échantillon pour ne garder que les opérations pour lesquelles l'entreprise acquéreuse détient au moins 50% de la cible après l'opération. L'objectif de notre étude est de comprendre comment les acquisitions affectent la performance des entreprises.

Pour cela, nous considérons qu'il est important que les entreprises détiennent le contrôle de la cible, afin qu'elles réalisent les synergies et mettent en œuvre leur stratégie liée à l'acquisition (Fuller, Netter et Stegemolle, 2002) (Golubov, Yawson et Zhang, 2015).

1.2. Échantillon

Afin de garder une certaine comparabilité avec les études précédentes de Rudnicki, Siegel et West (2019) ; Rehm, Uhlener, West (2012) ainsi que celle de Giesberg et al. (2020), nous avons sélectionné un échantillon similaire à celui utilisé dans ces études, à savoir le « Global 1,000 ». Nous avons donc identifié les 1000 premières entreprises en termes de capitalisation boursière.

La période d'étude s'étend du 01.10.2012 et le 31.12.2021, afin d'avoir une durée d'environ 10 ans, similaire à celle utilisée par la plupart des études des auteurs mentionnés précédemment. Les données disponibles les plus récentes ont été collectées, compte tenu du fait que les données pour l'année 2022 ne sont pas encore entièrement accessibles.

De plus, il est important de noter que les informations relatives au prix de l'indice de référence, « Index S&P 1500 », ne sont disponibles qu'à partir du 1.10.2012. Nous ne disposons donc pas de données complètes pour l'année 2012, et ne pourrons pas réaliser d'étude sur l'année entière.

Afin de maintenir la cohérence avec la littérature scientifique, les contraintes suivantes ont été appliquées :

- Les transactions sélectionnées doivent être complétées, selon l'étude de Golubov, Yawson et Zhang (2015).
- La cible de l'acquisition doit être une entreprise privée, publique ou une filiale, selon Fuller, Netter et Stegemoller (2002).
- L'acheteur doit acquérir plus de 50% de la valeur de la cible, conformément à Fuller, Netter et Stegemoller (2002) et Golubov, Yawson et Zhang (2015).
- Les entreprises du secteur bancaire sont exclues de l'échantillon, conformément à Fuller, Netter et Stegemoller (2002).
- Les entreprises dont le siège social est situé en Afrique ou en Amérique latine sont exclues de l'échantillon, en accord avec les études d'Uhlener et Wol (2022), Rudnicki, Siegel et West (2019), Rehm, Uhlener et West (2012) et Giesberg et al. (2020).

Afin d'identifier les entreprises programmatiques de l'échantillon, les caractéristiques décrites dans la littérature ont été utilisées. Étant donné qu'il n'existe pas de définition claire des termes, nous avons défini les acquéreurs programmatiques comme les entreprises ayant réalisé en moyenne plus de deux entreprises par an pendant la période de l'échantillon. Les entreprises ayant réalisé moins de deux acquisitions en moyenne par an seront qualifiées d'acquéreurs sélectifs. Quant aux entreprises qui ont réalisé moins d'une acquisition par période de 3 ans, elles ont été qualifiées d'acquéreuses organiques. Par cette approche, nous avons donc pu catégoriser les entreprises en fonction de leur activité d'acquisition et distinguer les différents types d'acheteurs dans notre échantillon.

En commençant notre recherche dans la base de données, nous avons identifié au total, 348 296 acquisitions réalisées par toutes les entreprises du monde, pendant la période étudiée. Parmi ces opérations, nous avons retenu les entreprises faisant partie du Global 1,000, ce qui correspondait à un total de 10 352 acquisitions.

Après avoir appliqué les différents filtres au sein du Global 1,000, nous avons constaté que 602 entreprises répondaient aux critères établis et disposaient d'informations publiques suffisantes pour mener à bien les différentes analyses. Cela a réduit le nombre d'opérations de fusions-acquisitions à étudier à un total de 4 595.

L'échantillon a donc pris la forme suivante :

Tableau 1 : Vue d'ensemble de l'échantillon

Types d'acquéreurs	Total	Programmatiques	Sélectifs	Organiques
	602	39	294	269
Acquéreurs par pays				
États-Unis	245	25	134	86
Japon	61	3	36	22
Chine	48	0	12	36
Royaume-Uni	31	1	17	13
France	25	4	16	5
Corée du Sud	24	0	10	14
Canada	22	1	12	9
Suisse	15	1	11	3
Australie	13	0	6	7
Allemagne	13	1	7	5
Inde	13	0	6	7
Hong Kong	11	0	5	6
Taiwan	11	0	0	11
Autres	70	3	22	45
Nombre de transactions	4 595	1 617	2 501	477

Maintenant que nous avons examiné la collecte de données et l'échantillon, nous pouvons passer à l'analyse des méthodes utilisées pour mesurer la performance d'opérations de fusions-acquisitions. Différentes mesures ont été utilisées pour évaluer la performance des fusions-acquisitions dans cette étude.

1.3. Mesures de performance

1.3.1. Mesure financière

Nous avons mené une étude d'évènements afin d'évaluer la performance à court terme des opérations de fusions-acquisitions. Cette méthode permet de comparer les rendements réels des entreprises autour du moment de l'annonce de l'opération, avec les rendements attendus en l'absence de l'annonce de l'opération. Elle permet d'analyser la réaction du marché à l'annonce de l'opération et de déterminer si elle a généré des rendements anormaux, c'est-à-dire des rendements qui diffèrent de ceux attendus (Boufama, 2013).

Dans cette étude, nous avons utilisé trois fenêtres d'observation, qui sont celles couramment utilisées dans la littérature pour analyser la performance à court terme des opérations de fusions-acquisitions (Martynova et Renneboog, 2008). Ces fenêtres sont les suivantes :

- La fenêtre d'un jour (-1,1) : nous avons examiné les rendements des entreprises sur une période d'un jour autour de l'opération, soit le jour précédent l'annonce de l'opération jusqu'au jour suivant. Cela permet de mettre en évidence la réaction immédiate des investisseurs à l'annonce et de mesurer le rendement anormal sur cette même période (Martynova et Renneboog, 2008).
- La fenêtre de deux jours (-2,2) : nous avons élargi la période d'observation à deux jours autour de l'opération, nous avons donc examiné les rendements des entreprises sur une période de deux jours avant l'opération et deux jours après. Cette fenêtre permet d'observer la réaction du marché sur une période plus longue (Martynova et Renneboog, 2008).
- La fenêtre de cinq jours : nous avons élargi davantage la période d'observation à cinq jours autour de l'opération, afin d'examiner les rendements des entreprises sur une période allant de cinq jours avant la date d'annonce à cinq jours après la date d'annonce. Cette fenêtre plus étendue permet d'obtenir une vue plus complète des rendements et de la réaction du marché à l'annonce de l'opération (Martynova et Renneboog, 2008).

Pour chaque entreprise, nous avons calculé les rendements anormaux cumulés sur les trois fenêtres d'étude. Ensuite, nous avons regroupé les résultats en utilisant les rendements anormaux moyens cumulés. Cette approche nous permet d'avoir une vision globale de la performance des différentes entreprises, sur le court terme.

Dans le prochain chapitre, nous détaillerons la méthodologie adoptée pour calculer ces rendements anormaux moyens cumulés.

1.3.2. Modèle de marché

Le modèle de marché utilisé dans notre étude examine l'impact de la sortie publique d'une information sur le cours de bourse de l'entreprise en comparant les rendements attendus avant l'annonce de l'acquisition à ceux observés autour du moment de l'annonce. Plus précisément, notre étude se base sur le modèle de Sharpe William (1963) qui est un modèle de marché analysant les rendements d'une entreprise face à ceux de son marché (Boufama, 2013).

Ce modèle repose sur l'idée que les rendements d'un actif sont influencés par deux composantes : le rendement de cet actif lui-même et le rendement global du marché dans lequel il évolue. En d'autres termes, les rendements d'une entreprise sont liés à sa propre performance ainsi qu'aux conditions et fluctuations du marché (Boufama, 2013).

La formule du rendement attendu est la suivante :

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

α_i correspond à l'intercept de l'équation

β_i correspond au coefficient de la pente de la droite de l'équation

R_{mt} correspond au rendement du marché

ε_{it} correspond au terme d'erreur de l'équation de l'actif (i) au temps (t)

Pour estimer la valeur que l'actif aurait dû avoir en l'absence d'annonce, il faut d'abord calculer l'intercept dans l'équation du modèle. Celui-ci représente les déterminants spécifiques à l'entreprise, qui la positionnent par rapport au marché dans lequel elle évolue. D'autre part, le coefficient de la pente de la droite de l'équation mesure la sensibilité de l'actif aux rendements du marché. Pour le calculer, il suffit d'utiliser une régression entre les rendements de l'entreprise et ceux du marché dans la fenêtre d'étude. Les rendements du marché sont estimés à partir de leur valeur historique (Boufama, 2013).

Le modèle repose sur l'hypothèse selon laquelle les rendements attendus sont corrélés aux rendements du marché, ce qui nous permet de les prédire.

Nous pouvons donc, sur base des données historiques, estimer les coefficients de l'intercept et de la pente de la droite de l'équation, qui nous permettront d'en dégager les rendements prédis si l'annonce n'avait pas eu lieu, tandis que nous les comparerons aux rendements effectifs, afin d'en dégager les rendements anormaux (Boufama, 2013).

R_{it} est le rendement de l'actif i au temps t , tandis que R_{mt} est le rendement de l'index m utilisé comme benchmark au temps t . L'équation prend donc la forme suivante :

$$R_{it} = \frac{C_{it} - C_{it-1}}{C_{it-1}}$$

R_{it} est la rentabilité de l'actif i au temps t

C_{it} est le prix de l'actif i au temps t

C_{it-1} est le prix du titre i au temps $t-1$

L'équation des rendements du marché est la suivante :

$$R_{mt} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

R_{mt} est la rentabilité du marché m au temps t

I_t est l'indice boursier à la date t

I_{t-1} est l'indice boursier à la date $t-1$

Dans le but d'analyser l'impact de l'industrie sur la performance des entreprises, nous avons utilisé un indice de référence spécifique pour chaque secteur. Cet indice est basé sur le S&P 1500 et couvre divers secteurs tels que la finance, la haute technologie, la santé, les biens de consommation discrétionnaires, les biens de consommation de base, l'industrie, les matériels, l'énergie, les « utilities », et l'immobilier.

Ces indices sont composés des entreprises incluses dans le S&P 1500 qui opèrent dans chaque secteur spécifique. En choisissant ces indices, nous avons pris en compte la taille et les caractéristiques de l'échantillon, afin d'obtenir des références pertinentes pour évaluer la performance relative des entreprises.

L'utilisation de ces indices nous permet d'isoler l'effet de l'industrie sur la performance des entreprises. En comparant les rendements des entreprises avec ceux de leur secteur respectif, nous pouvons évaluer si une entreprise performe mieux ou moins bien par rapport aux autres entreprises du même secteur. Cela aide donc à évaluer la performance spécifique de chaque entreprise, en tenant compte des particularités de son industrie.

1.3.3. Les rendements anormaux et les rendements anormaux cumulés

Afin de calculer le rendement anormal, nous utiliserons la formule suivante :

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

RA_{it} correspond à la rentabilité anormale de l'actif i au temps t

α_i et β_i correspondent aux coefficients du modèle de marché.

La variance associée est la suivante :

$$\sigma^2(RA_i) = \sigma_i^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{t=t_1+1}^{t_1} (RA_{it})^2$$

Les rendements anormaux cumulés se calculent de la manière suivante :

$$RAC_{it} = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_{it}$$

RAC_{it} correspond à la rentabilité anormale cumulée de l'actif i pour la période (t_1, t_2)

RA_{it} correspond à la rentabilité anormale de l'actif i au temps t

Et la variance associée est la suivante :

$$\sigma^2(RAC_i(t_1 + 1, t_2)) = \sigma^2 * L_2$$

Étant donné que nous étudions cette mesure pour un échantillon et non pas pour une entreprise unique, il serait intéressant d'avoir des données agrégées par catégorie d'acquéreur.

Calculons donc les rendements anormaux moyens cumulés avec la formule suivante :

$$RAMC_{t_1, t_2} = \frac{1}{N} \sum_{t=t_1+1}^{t_2} RAC_t$$

Et la variance associée est celle-ci :

$$\sigma^2(RAMC(t_1 + 1, t_2)) = \bar{\sigma}^2 * L_2$$

1.3.4. Performance comptable

Dans le cadre de cette analyse, nous avons également évalué la performance des entreprises en utilisant des mesures comptables.

Dans un premier temps, nous analyserons l'évolution du **ROA** (Return On Assets) pour les différents types d'acquéreurs, afin de déterminer les différences et similitudes en termes d'amélioration des rendements de leurs actifs. L'objectif de cette analyse est d'évaluer si les entreprises ont réussi à créer des synergies ou à acquérir du savoir-faire leur permettant d'améliorer les rendements de leurs actifs et de comparer ces rendements avec ceux des différents types d'entreprises.

Étant donné qu'il n'y a pas de consensus dans la littérature quant à la période à observer pour ces évolutions, nous les analyserons sur l'ensemble de la période de l'échantillon.

Dans une deuxième étape, nous procéderons à l'analyse de l'évolution du **ROE** (« Return On Equity »), afin d'évaluer l'évolution des rendements des capitaux propres. Cette analyse nous permettra de mesurer l'évolution des rendements des opérations de fusions-acquisitions pour les actionnaires.

Sur un plan plus opérationnel, nous procéderons à l'analyse de plusieurs autres mesures, notamment la **marge de l'EBITDA**, la **marge opérationnelle** et la **marge du cash-flow**. Ces mesures nous permettront d'analyser l'évolution des marges opérationnelles des entreprises et d'évaluer l'impact des acquisitions sur leur capacité à générer des marges opérationnelles plus élevées et à dégager des flux de trésorerie plus importants.

Ces mesures ont été fortement critiquées par Harrison (1991) en raison de leur incapacité à prendre en compte l'influence du secteur dans lequel les entreprises évoluent. Ainsi, nous avons ajusté ces mesures en soustrayant l'évolution moyenne du secteur de la mesure de performance utilisée pour chaque entreprise.

Cette approche est en accord avec les études de Cording (1991) et Zollo et Meier (2008) et permet de mieux tenir compte de la spécificité de chaque secteur (Thanos et Papadakis, 2012).

Maintenant que nous avons examiné en détail la collecte de données, la construction de l'échantillon et la méthodologie, nous pouvons passer à l'analyse.

2. Résultats

2.1. Performance financière

Tableau 22 : Programmatiques

Fenêtre	(-1;1)	(-2;2)	(-5;5)
CAAR (%)	-0,0037	-0,0048	-0,0069
Écart-type (%)	5,26	6,45	8,85

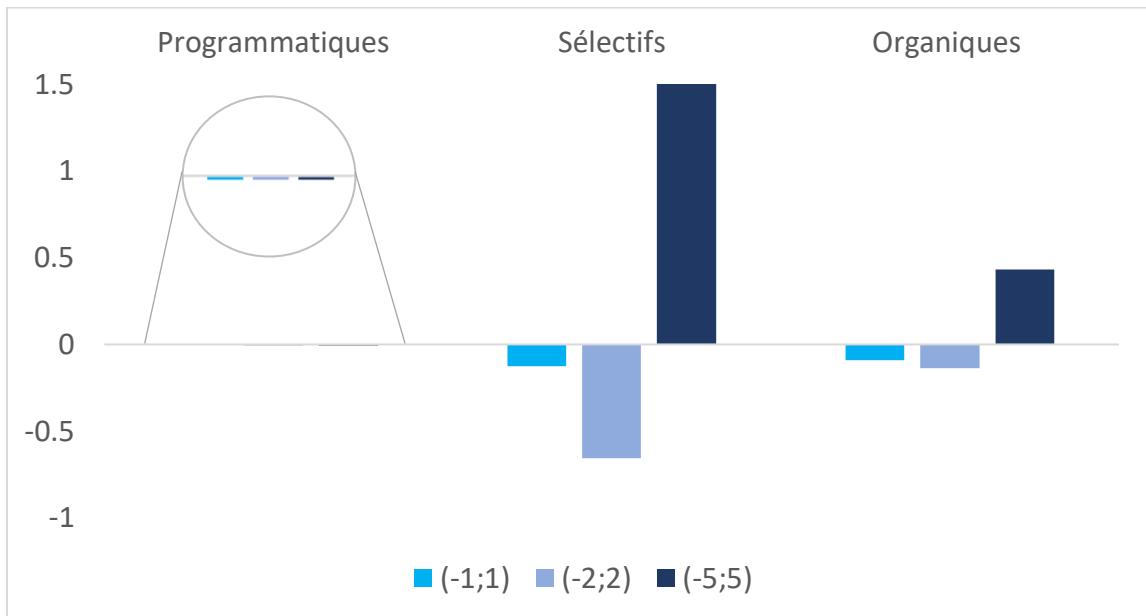
Tableau 33 : Sélectifs

Fenêtre	(-1;1)	(-2;2)	(-5;5)
CAAR (%)	-0,1252	-0,6570	1,5095
Écart-type (%)	5,01	6,30	14,27

Tableau 44 : Organiques

Fenêtre	(-1;1)	(-2;2)	(-5;5)
CAAR (%)	-0,0906	-0,1368	0,4305
Écart-type (%)	1,86	1,91	2,16

Figure 1 : Event study



Analysons les résultats pour chaque type d'acquéreur.

Les résultats obtenus pour les acquéreurs programmatiques montrent des rendements anormaux moyens cumulés proches de zéro pour les trois fenêtres d'étude. Bien qu'ils soient légèrement négatifs, ces résultats ne nous permettent pas de conclure de manière significative que les rendements des acquisitions à court terme sont négatifs pour les acquéreurs programmatiques. De plus, l'évolution des rendements sur des fenêtres temporelles plus larges reste légèrement négative, mais cette légère variation ne nous permet pas non plus de conclure de manière significative que les acquisitions ont un effet néfaste sur le cours de l'action de l'entreprise à court terme.

Pour les acquéreurs sélectifs, les résultats de l'analyse révèlent que ceux-ci affichent des rendements négatifs lors des deux premières fenêtres d'analyse, tandis que des rendements positifs à court terme sont observés dans la fenêtre de 5 jours.

Pour les acquéreurs organiques, des résultats similaires sont observés, bien que ceux-ci soient d'une ampleur plus faible.

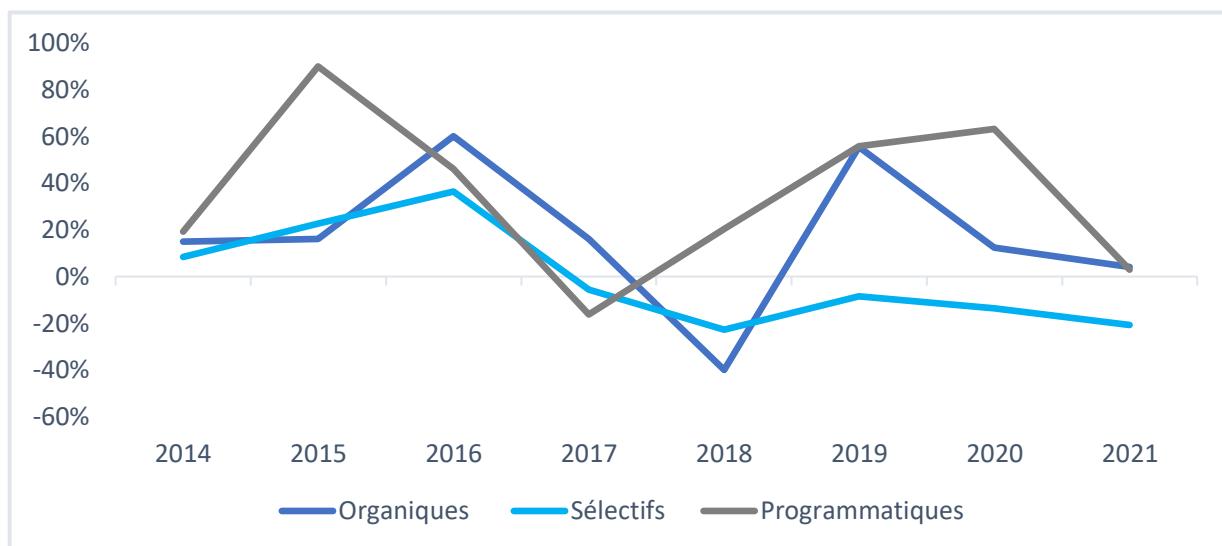
Ces observations suggèrent que l'annonce de l'acquisition pourrait être anticipée par le marché, ce qui se traduit par des variations de rendements négatives dans les premières fenêtres d'analyse. Cependant, sur une période plus étendue, le marché semble intégrer l'information et les rendements deviennent positifs. Cela suggère que les effets de l'acquisition sont capturés dans une fenêtre plus large.

2.2. Performance comptable

Tableau 55 : Return on assets (ROA)

Évolution en %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Moy. ¹	S. ²
Organiques	15	16	60	16	-40	55	12	4	17,36	31
Sélectifs	8	23	36	-5	-23	-9	-13	-21	-0,45	21
Programmatiques	19	90	46	-16	20	56	63	3	35,15	35

Figure 2 : Return on assets (ROA)



En analysant l'évolution des rendements des actifs pour les trois catégories d'acquéreurs, on observe que les acquéreurs programmatiques affichent, en moyenne, une progression supérieure de leurs rendements par rapport aux deux autres. Les acquéreurs organiques connaissent aussi une progression moyenne positive de leurs rendements des actifs, tandis que la progression des acquéreurs sélectifs est en moyenne négative sur la période étudiée.

Ces résultats mettent en évidence des différences dans les performances des actifs entre les différentes catégories d'acquéreurs. Les acquéreurs programmatiques semblent tirer davantage de bénéfices de leurs acquisitions, avec une augmentation moyenne des rendements des actifs. En revanche, les acquéreurs sélectifs affichent une diminution moyenne des rendements, ce qui suggère des difficultés ou des effets négatifs liés à leurs stratégies d'acquisition.

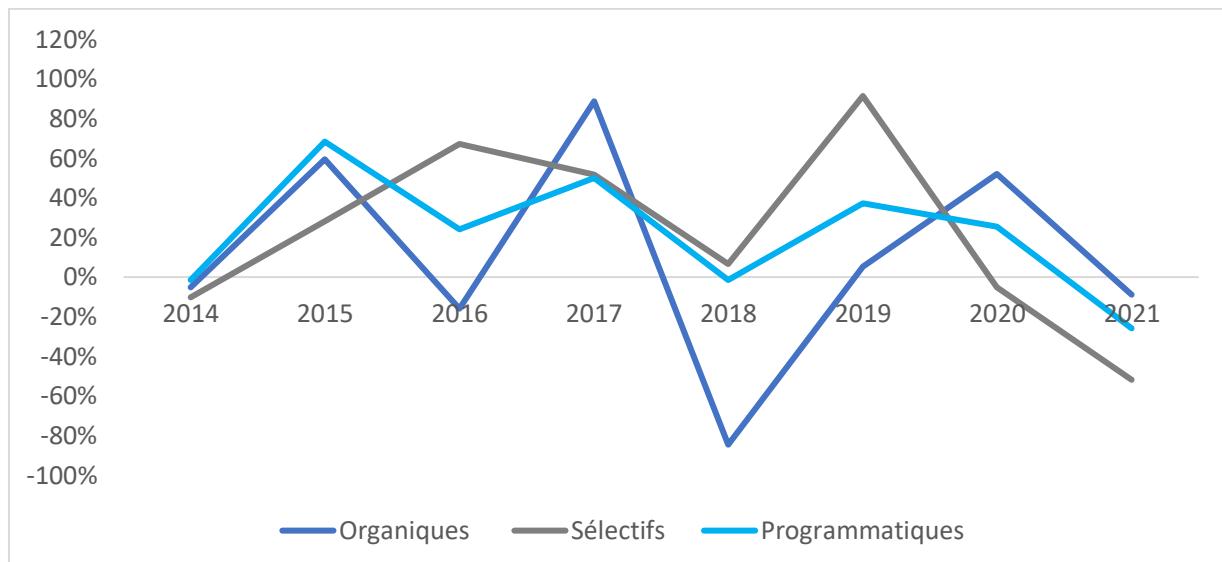
¹ Moyenne.

² Écart-Type.

Tableau 66 : Return on equity (ROE)

Évolution en %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Moy.	S.
Organiques	-5	59	-16	89	-85	5	52	-9	11	54
Sélectifs	-10	28	67	52	7	91	-5	-52	22	47
Programmatiques	-1	68	24	50	-2	37	25	-26	22	31

Figure 3 : Return on equity (ROE)



Tous les types d'acquéreurs ont connu une évolution positive, en moyenne, des rendements de leurs capitaux, sur la période étudiée. Cependant, cette croissance est plus prononcée pour les acquéreurs programmatiques et sélectifs.

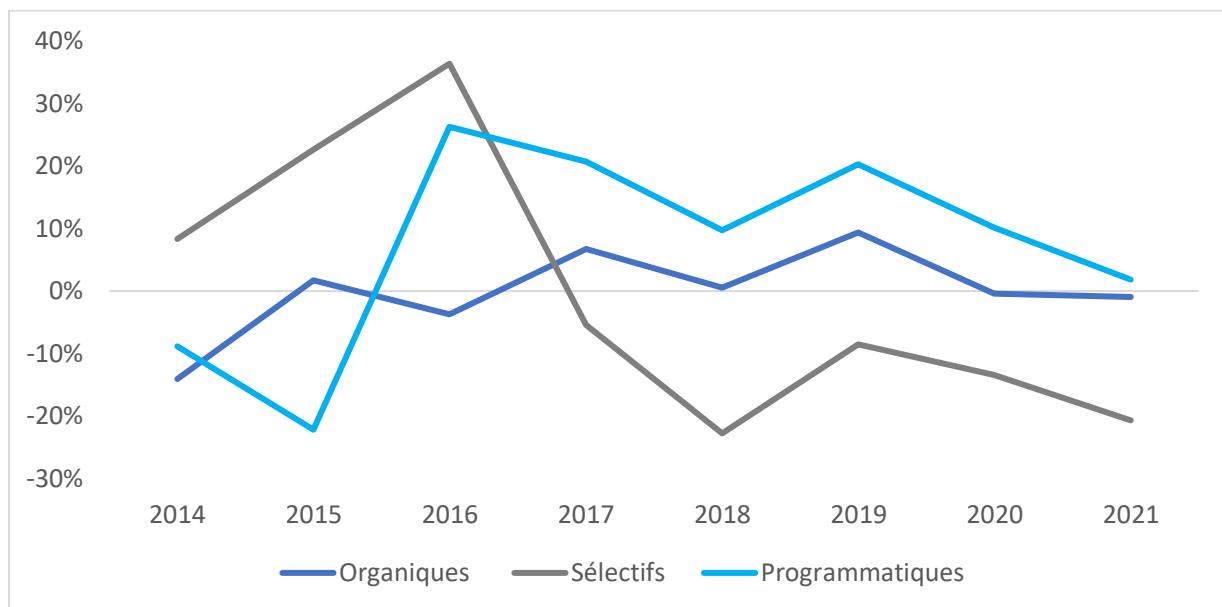
Ces résultats indiquent que les acquéreurs programmatiques et sélectifs ont réussi à améliorer les rendements de leurs capitaux, tandis que les acquéreurs organiques ont obtenu une croissance moins marquée.

Les stratégies d'acquisition mises en place par les acquéreurs programmatiques et sélectifs ont été plus efficaces pour générer des rendements positifs sur leurs capitaux.

Tableau 77 : EBITDA margin

Évolution en %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Moy.	S.
Organiques	-14	2	-4	7	1	9	0	-1	-0,11	7
Sélectifs	8	23	36	-5	-23	-9	-13	-21	-0,45	21
Programmatiques	-7	-2	-9	21	7	1	-15	25	7,24	16

Figure 4 : EBITDA margin



La marge de l'EBITDA évolue en moyenne de manière négative sur la période de l'échantillon pour les acquéreurs organiques et sélectifs, bien que l'évolution soit proche de zéro pour les deux types d'acquéreurs.

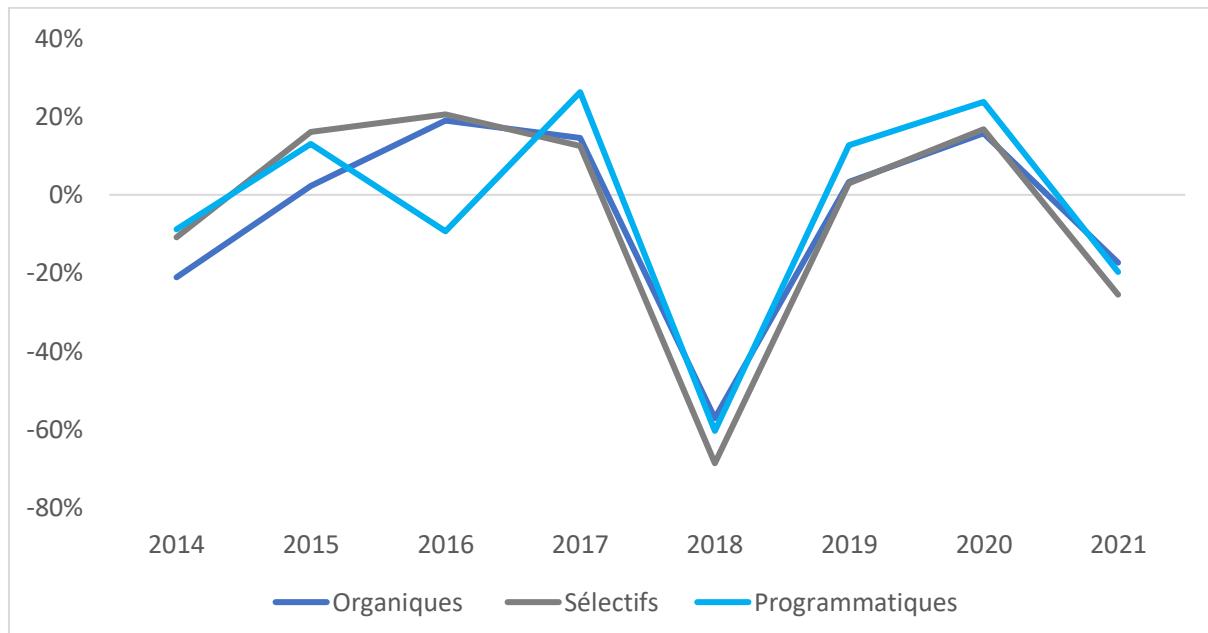
En revanche, les acquéreurs programmatiques connaissent une évolution moyenne positive sur la même période. Il est intéressant de noter que les valeurs évoluent de manière similaire d'une année à l'autre pour les trois types d'acquéreurs, notamment après 2017.

Ces résultats suggèrent que les acquéreurs programmatiques ont réussi à améliorer leur marge d'EBITDA au fil du temps, tandis que les acquéreurs organiques et sélectifs ont connu une évolution moins favorable ; cependant leurs marges restent stables.

Tableau 88 : Operating margin

Évolution en %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Moy.	S.
Organiques	-21	2	19	14	-57	3	16	-17	-5,13	26
Sélectifs	-11	16	21	12	-69	3	17	-25	-4,51	30
Programmatiques	-9	13	-9	26	-60	13	24	-20	-2,83	29

Figure 5 : Operating margin



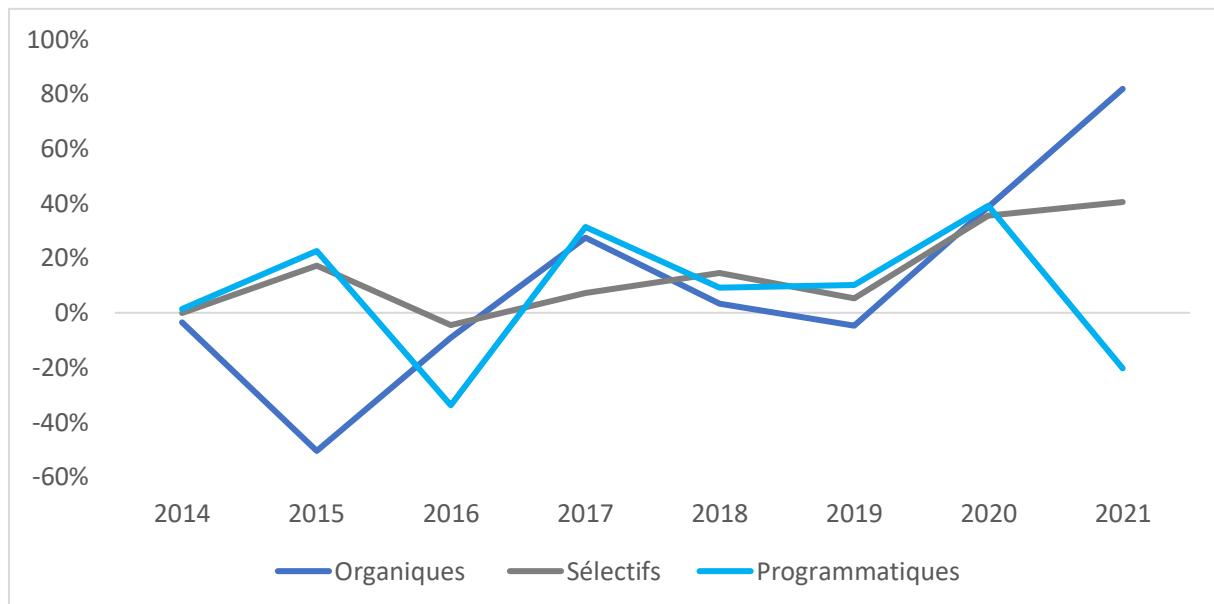
Les marges opérationnelles présentent une évolution négative pour les trois types d'acquéreurs, bien qu'elles suivent une évolution similaire. Les acquéreurs programmatiques affichent la croissance la moins négative, suivis par les acquéreurs sélectifs et organiques, qui présentent une évolution moyenne plus proche l'une de l'autre.

Ces résultats suggèrent que tous les types d'acquéreurs ont connu une baisse de leur marge opérationnelle au fil du temps, mais que les acquéreurs programmatiques ont réussi à atténuer cette baisse de manière plus importante que les acquéreurs sélectifs et organiques.

Tableau 99 : Cash-flow margin

Évolution en %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Moy.	S.
Organiques	-3	-51	-9	27	3	-5	39	82	10,41	39
Sélectifs	0	17	-5	7	14	5	36	40	14,46	16
Programmatiques	1	23	-34	31	9	10	39	-10	7,45	25

Figure 6 : Cash-flow margin



La marge du cash-flow présente une évolution positive, en moyenne, pour tous les types d'acquéreurs. Toutefois, les acquéreurs sélectifs ont enregistré une progression plus marquée, suivis par les acquéreurs organiques et programmatiques.

De plus, les résultats montrent que les marges du cash-flow suivent une tendance similaire, au cours de la période de l'échantillon, quelle que soit la catégorie d'acquéreurs.

2.3. Interprétation des résultats.

En reprenant la définition même de ce que sont les fusions-acquisitions programmatiques, on constate que ces opérations visent à rechercher et à acquérir, de façon continue, de nouvelles structures et ce, afin de mener à bien la stratégie de l'entreprise. Ces acquisitions sont utilisées pour développer de nouvelles connaissances, pénétrer de nouveaux marchés, et réaliser d'autres projets stratégiques. Ainsi, les fusions-acquisitions programmatiques ne sont plus un évènement inattendu pour les investisseurs, car ces derniers sont informés que l'entreprise a l'intention de procéder à une série d'acquisitions, afin de déployer sa stratégie.

Ces acquisitions ont déjà été prises en compte par les investisseurs, conscients que si l'entreprise doit entrer sur un nouveau marché, ou développer un nouveau produit, elle procédera à des acquisitions. Par conséquent, ceux-ci intègrent ces facteurs dans leur évaluation de l'entreprise et in fine dans leurs décisions d'investissement.

L'effet de l'annonce d'une acquisition peut affecter les investisseurs en fonction de la valeur perçue de l'entreprise cible. Cependant, l'impact direct de l'acquisition elle-même ne semble pas avoir une influence significative sur les investisseurs.

En nous référant à la théorie d'Aktas, de Bodt et Roll (2007), nous observons que les acquéreurs en série apprennent de leurs expériences passées, ce qui leur permet d'évaluer plus efficacement les cibles potentielles et de réduire le risque lié à leurs investissements.

Selon cette théorie, une explication plausible de la faible réaction du marché à l'annonce des acquisitions programmatiques pourrait être que ces acquéreurs présentent un profil de risque plus faible et des rendements attendus moins élevés, ce qui entraîne une réaction plus modérée de la part des investisseurs (Aktas, de Bodt et Roll, 2007).

L'analyse des résultats pour les acquéreurs sélectifs nous permet de poser plusieurs hypothèses. Nous observons une réaction positive du marché dans une fenêtre de 5 jours autour de l'annonce de l'acquisition, tandis que la réaction est plus faible et négative lors de l'analyse des fenêtres à 1 et 2 jours.

Une première hypothèse suggère une possible corrélation avec la théorie du "Price drift". En effet, selon McWilliams et Siegel (1997), une limite des études d'évènements liées aux annonces d'acquisition est que toute l'information disponible pour les investisseurs doit être accessible au moment de l'annonce.

Cependant, la théorie du « Price drift » suggère que le prix des actions cotées commence déjà à s'écartez de sa valeur fondamentale avant la date d'annonce.

À titre d'exemple, l'étude de Huynh, Wang et Wimbauer (2021) met en évidence le fait que certaines entreprises ont connu une augmentation significative des recherches les concernant sur Google quelques jours avant leurs acquisitions. Cela a conduit à une réduction médiane de 4% des rendements par rapport aux jours suivant l'acquisition pour les entreprises n'ayant pas bénéficié de cette croissance importante des recherches (Huynh, Wang et Wimbauer, 2021).

Une autre hypothèse possible pour expliquer la réaction modérée du marché à l'annonce des acquisitions des acquéreurs sélectifs dans les deux premiers jours de l'annonce est que ces derniers ne réalisent pas toujours des opérations en adéquation directe avec leur stratégie préétablie. Il peut arriver que ces acquisitions soient opportunistes, ciblant des opportunités spéculatives qui ne correspondent pas nécessairement à la direction stratégique globale de l'entreprise.

Les investisseurs pourraient attendre d'obtenir davantage d'informations provenant de la direction de l'entreprise, des analystes financiers ou du marché lui-même. Ils pourraient attendre des éclaircissements sur la manière dont ces acquisitions s'intègrent dans la stratégie globale de l'entreprise, ainsi que sur les impacts attendus sur les performances financières à court et à long terme.

Les acquisitions sélectives ne font pas forcément partie intégrante de la stratégie de base de l'entreprise. De ce fait, l'annonce d'une acquisition mènerait les investisseurs à en attendre un rendement plus important que dans le cadre d'acquisitions programmatiques. L'annonce de l'acquisition est moins attendue, et mène les investisseurs à revoir leurs prédictions des revenus futurs de l'entreprise, en prenant en compte cette acquisition, ce qui expliquerait la réaction plus importante du marché.

Les résultats pour les acquéreurs organiques, qui sont des entreprises qui acquièrent peu par rapport aux autres, sont similaires à ceux des acquéreurs sélectifs. Les rendements anormaux moyens cumulés sont négatifs pendant un ou deux jours autour l'annonce de l'acquisition. Cependant, les rendements deviennent légèrement positifs dans les cinq jours suivant l'annonce. Par conséquent, nous émettons l'hypothèse du « Price drift », tout comme pour les acquisitions sélectives.

Après avoir examiné la réaction du marché aux annonces de fusion-acquisition, nous allons maintenant analyser les résultats des études de performance comptable pour compléter notre analyse.

Le « Return On Assets », c'est-à-dire le rendement des actifs, est fortement croissant pour les acquéreurs programmatiques. Ces résultats sont cohérents avec les études de Rudnicki, Siegel et West (2019), Rehm, Uhlener et West (2012) ainsi que celle de Giesberg et al. (2020), qui expliquent qu'acquérir des structures de tailles plus restreintes, mais très bien alignées avec la stratégie de l'entreprise, permet de maximiser les synergies entre les moyens de production. Dans un certain nombre de cas, cette stratégie est mise en place pour répondre rapidement aux besoins du marché, les actifs trouvent directement à être utilisés et ont une rentabilité immédiate.

D'autre part, les fusions-acquisitions programmatiques sont mieux réfléchies, elles analysent la cible en fonction des besoins de l'entreprise et dans un but de créer des améliorations opérationnelles. Les acquéreurs programmatiques n'étudient pas les entreprises disponibles à la vente, mais plutôt les entreprises qui vont leur permettre de maximiser les synergies et de développer au mieux la stratégie qui a été pensée. L'entreprise programmatique arriverait donc à mieux à anticiper et à mieux analyser les actifs de la cible dont elle a besoin, plutôt que lors d'acquisitions opportunistes (Uhlener et Wol, 2022).

Le « Return on Equity », soit le rendement des capitaux est en moyenne croissant pour les 3 types d'acquéreurs. Cependant, les acquéreurs organiques ont des résultats inférieurs par rapport aux deux autres. Cela peut s'expliquer par le fait que les entreprises qui participent à des acquisitions peuvent placer leurs capitaux dans des opportunités qui ont plus de potentiel de croissance ou dans des activités qui ont plus de chance de rapporter des rendements rapidement, notamment en achetant des entreprises qui existent déjà plutôt que de développer des activités par croissance interne. Les synergies opérées par les entreprises qui acquièrent peuvent permettre d'optimiser le rapport entre le profit et les capitaux propres, en allouant plus de capitaux aux entreprises qui ont plus de potentiel d'être rentables (Uhlener et Wol, 2022).

L'analyse de l'évolution de la marge d'EBITDA met en évidence le fait que les acquéreurs programmatiques de l'échantillon parviennent à améliorer cette marge, tandis que les autres types d'acquéreurs la détériorent légèrement, sur la période étudiée. Ces observations sont cohérentes avec celles faites lors de l'étude du ROE (Return On Equity) et du ROA (Return On Assets), ce qui laisse entendre que les acquéreurs programmatiques sont peut-être plus aptes à intégrer efficacement les structures acquises et à réaliser les synergies escomptées.

L'analyse de la marge opérationnelle révèle que les acquéreurs programmatiques continuent à surpasser les deux autres types d'acquéreurs. Bien que l'évolution de la marge opérationnelle soit, en moyenne, négative pour les trois types d'acquéreurs, celle des acquéreurs programmatiques est la moins marquée. En cohérence avec les autres mesures étudiées, cela suggère que les acquisitions programmatiques permettent probablement une meilleure réalisation de synergies et une intégration plus efficace de la cible.

Les résultats de l'analyse de la marge du cash-flow montrent des résultats moins en ligne avec les mesures précédentes, car les acquéreurs organiques ont surpassé les acquéreurs programmatiques, tandis que ces derniers ont surpassé les acquéreurs sélectifs. Une hypothèse plausible est que, étant donné que les marges opérationnelles sont meilleures pour les acquéreurs programmatiques, mais les flux de trésorerie des activités de financement sont impactés par le financement des acquisitions, cela réduit le flux de trésorerie total.

De plus, étant donné que les acquéreurs programmatiques acquièrent de manière continue, une partie des flux de trésorerie opérationnels doit être allouée à leurs activités de fusion-acquisition.

2.4. Conclusion

En conclusion, les acquéreurs programmatiques ne semblent pas générer de rendements anormaux pour les actionnaires à court terme lorsqu'ils annoncent une acquisition, contrairement aux acquéreurs sélectifs et organiques qui offrent un rendement anormal pour les investisseurs dans une période de cinq jours autour de l'opération. Dans notre échantillon, nous pouvons donc conclure que les acquéreurs programmatiques ne parviennent pas à créer de valeur à court terme pour leurs actionnaires, tandis que les autres types d'acquéreurs créent une valeur non significative pour les leurs.

Cela peut s'expliquer par le fait que l'annonce d'une acquisition par un acquéreur programmatique relève davantage de l'exécution d'une stratégie que d'une opportunité susceptible de modifier considérablement les rendements futurs de l'entreprise, comme c'est le cas pour les acquéreurs sélectifs ou organiques.

Cependant, selon les mesures comptables, il semble que les acquéreurs programmatiques soient plus aptes à créer des synergies qui améliorent la performance opérationnelle, la performance des capitaux et des actifs. Cette amélioration est évaluée par leur surperformance en termes d'évolution des rendements des capitaux, du rendement des actifs et des marges opérationnelles et d'EBITDA.

Cependant, cette amélioration se fait au détriment de la génération de flux de trésorerie, car une partie des flux de trésorerie opérationnels des acquéreurs programmatiques est dirigée vers leurs activités d'acquisition continue. Il est important de noter que ces flux sont dirigés vers des activités qui créent de la valeur et ont donc un potentiel de croissance, ce qui devrait se traduire par des flux de trésorerie plus importants à long terme.

Ainsi, les acquéreurs programmatiques semblent être les plus aptes à créer de la valeur à moyen et long terme.

De manière générale, les résultats de l'analyse comptable sont en ligne avec les études de Rudnicki, Siegel et West (2019), Rehm, Uhlener et West (2012) et Giesberg, Krause, Rudnicki et West (2020), qui mettent en évidence le fait que les acquéreurs programmatiques permettent de créer une valeur supérieure pour les actionnaires d'acquéreurs programmatiques. Ces études soulignent que grâce à leur expérience et à l'acquisition de cibles de taille plus petite, ils parviennent à une meilleure intégration de la cible et à une allocation efficace des ressources aux différentes entités qu'ils gèrent.

Cependant, nos observations vont à l'encontre des études de Antoniou et al. (2007), Renneboog et Vansteenkiste (2019) et Zaremba et Plotnicki (2016), qui indiquent que les acquéreurs en série performance moins bien à long terme que les acquéreurs uniques.

Nos observations de la mesure financière sont également cohérentes avec les études de Conn, Cosh, Guest et Hughes (2004), Fuller, Netter et Stegemoller (2002) et Zhang, Iyer, Melendrez et Sankaran, qui ont évalué que les entreprises qui acquièrent fréquemment ont des rendements cumulés moins importants que ceux qui acquièrent moins.

En ce qui concerne la performance opérationnelle, nos observations diffèrent de celles de Renneboog et Vansteenkiste (2019), Fuller et al. (2002), Conn et al. (2005), Billet et Qian (2005), Croci (2005), Antoniou, Petmezas et Zhao (2007), Ahern (2006 et 2010), Ismail (2008), Laamanen and Keil (2008) et Aktas, de Bodt et Roll (2009). Ces études suggèrent que les acquéreurs fréquents voient leur performance opérationnelle diminuer. Cependant, nos observations sont en accord avec l'étude de Croci et Petmezas (2009), qui démontre que les acquéreurs programmatiques ont plus de chances de créer de la valeur à l'avenir.

Nos observations sur la surperformance opérationnelle des acquéreurs programmatiques sont cohérentes avec les études de Porter (1987 et 1996) et Ravenscraft et Scherer (1987), qui affirment que lorsque les entreprises acquièrent de manière répétée et dans des domaines proches de leur activité de base, elles peuvent générer de meilleurs résultats.

2.5. Limites

Notre analyse comporte toutefois certaines limites.

Tout d'abord, les mesures comptables présentent des limites. Les normes comptables varient d'un pays à l'autre, tout comme les systèmes fiscaux et la qualité des informations comptables publiées. Cela rend la comparabilité entre les entreprises moins précises. Nous avons toutefois tenté de restreindre l'ampleur de ces problèmes en limitant l'échantillon aux pays ayant des normes comptables et de « reporting » bien établies.

D'autre part, les mesures de performance liées aux ROA (Return on Assets) et ROE (Return on Equity) sont basées sur des ratios impliquant le résultat net, qui connaît de fortes variations et inclut des éléments non opérationnels. Bien que ces valeurs soient intéressantes pour analyser la performance globale de l'entreprise, elles peuvent avoir des limites en ce qui concerne l'isolement de l'effet de l'acquisition sur la performance de l'entreprise, étant donné qu'elle est affectée par d'autres variables.

Il convient toutefois de noter que nous avons utilisé ces mesures dans le but d'étudier leur évolution et non les données brutes, ce qui nous permet d'obtenir une comparabilité plus précise.

De plus, nous avons évalué la performance de l'entreprise à son niveau le plus élevé, ce qui rend difficile l'isolement de l'influence de l'opération de fusion-acquisition. Les rendements peuvent être affectés par de nombreuses autres variables que l'acquisition et sont soumis à l'influence d'autres activités réalisées par l'entreprise, indépendamment de l'acquisition. Ainsi, nous avons étudié la performance au niveau agrégé, pour lequel les informations sont disponibles, alors qu'il serait préférable d'adopter des mesures plus granulaires, telles que par unité d'établissement, par secteur d'activité ou par produit.

Il convient également de noter que la performance comptable peut être influencée par d'autres éléments tels que l'environnement économique ou concurrentiel dans lequel évolue l'entreprise, ce qui pourrait annihiler les effets de l'acquisition.

En ce qui concerne les mesures financières, l'étude d'évènements repose sur la théorie de l'efficience des marchés, selon laquelle le prix de l'action devrait refléter toutes les informations disponibles. De plus, toutes les informations relatives à l'acquisition doivent être disponibles au moment de l'annonce pour tous les investisseurs, afin de capturer l'ensemble de la réaction dans la fenêtre d'étude.

Une autre limite de cette étude concerne le choix de la fenêtre d'analyse. En effet, comme nous l'avons constaté lors de notre analyse, le choix de la fenêtre d'analyse peut avoir un impact important sur les résultats obtenus. Une fenêtre trop courte peut ne pas permettre de saisir l'ensemble de la réaction à l'annonce de l'acquisition, tandis qu'une fenêtre trop large peut inclure des éléments externes à ce que nous souhaitons mesurer. La littérature n'a d'ailleurs pas encore abouti à un consensus sur la fenêtre optimale à utiliser.

Par ailleurs, tout comme pour les mesures financières, l'étude d'évènements peut être influencée par d'autres facteurs que l'annonce de l'acquisition, tels qu'une autre décision de la direction, des conditions économiques changeantes ou encore des modifications du marché dans lequel évolue l'entreprise.

En outre, l'étude d'évènements à court terme ne permet d'évaluer que l'anticipation des éventuelles synergies, mais ne prend pas en compte la qualité de l'intégration ni la réalisation effective de ces synergies, qui sont des déterminants importants de la performance à long terme. Elle se limite à la réaction du marché à court terme, qui peut anticiper les synergies potentielles, mais ne peut pas prendre en compte leur qualité d'intégration et leur réalisation.

En ce qui concerne notre échantillon, il est important de préciser qu'il comprend à la fois des entreprises cotées en bourse et des entreprises de très grande taille, étant donné qu'il s'agit des entreprises les plus importantes en termes de capitalisation boursière dans le monde. Les entreprises ayant une stratégie programmatique ne suivent pas nécessairement cette taille et ne sont pas toutes cotées en bourse, bien que, pour réaliser des acquisitions de manière continue et avoir une telle capacité d'acquisition, les entreprises doivent tout de même avoir une certaine taille.

Enfin, ces mesures de performance ne prennent en compte qu'une partie des mesures de performance financière, alors que les fusions-acquisitions peuvent avoir des objectifs allant au-delà de ceux-ci. Bien que, à long terme, les objectifs non financiers devraient se traduire par des récompenses financières.

Conclusion générale

Commençons par revoir les éléments qui m'ont conduit à la question de recherche qui a été au cœur de cette analyse.

Lors de ma réflexion sur le sujet des fusions-acquisitions et de mes recherches à ce sujet, j'ai trouvé de nombreuses publications traitant de la création de valeur. Nous pourrions penser qu'une industrie aussi développée, faisant partie intégrante de la stratégie de nombreuses entreprises, laisse peu de place à l'idée que les fusions et acquisitions soient destructrices de valeur. Néanmoins, le sujet semble être au cœur des débats avec des opposants et adjoints.

Le manque de consensus sur cette question soulève d'autres problématiques telles que la sélection des mesures de performance, les différences de résultats en fonction de l'intensité des acquisitions, et de celle des différents profils d'acquéreurs.

En examinant les différentes études, notamment celles isolant certaines variables telles que l'intensité de l'acquisition, la taille des cibles acquises, les modes de paiement et la géographie des acquisitions, j'ai été particulièrement intéressé par les études portant sur les différents types d'acquéreurs. Ces études comparent notamment les acquéreurs dits "programmatiques" à d'autres types d'acquéreurs : les acquéreurs sélectifs, organiques et de grande taille.

Ainsi, la question de recherche qui a émergé est la suivante : "En quoi les fusions-acquisitions programmatiques diffèrent-elles des acquisitions classiques en termes de création de valeur ?"

La stratégie d'acquisition programmatique vise à changer la perception des acquisitions en ne les considérant plus comme l'achat d'entreprises disponibles à la vente et potentiellement intéressantes pour l'acquéreur, ni comme des acquisitions ponctuelles sans réel alignement avec la stratégie de l'entreprise. Au contraire, elle vise à acquérir de manière continue des entreprises de taille plus modérées, mais qui sont organisées autour d'un thème stratégique de fusions-acquisitions préalablement réfléchi et défini.

Selon les auteurs Rudnicki, et al. (2019), Rehm, et al. (2012) ainsi que celle de Giesberg, et al. (2020), cette stratégie permettrait d'obtenir des résultats supérieurs aux autres types d'acquéreurs. Cette performance supérieure a été mesurée à travers l'excès de rendement total pour les actionnaires ainsi que du taux survie des acquéreurs programmatiques dans les meilleures entreprises de l'échantillon au fil du temps.

Cependant, il convient de noter que ces données sont principalement affirmées par des consultants plutôt que par des scientifiques. De plus, cette performance a été mesurée à l'aide de mesures de performance peu utilisées dans la littérature.

Par conséquent, j'ai cherché à en apprendre davantage sur le sujet en explorant différentes sources et les opinions de scientifiques. Et cela, en isolant les différentes caractéristiques de ce type d'acquéreur.

Étant donné que ce thème est encore récent et que peu de travaux ont été menés sur le sujet dans la forme développée par les auteurs Rudnicki, et al. (2019), Rehm, et al. (2012), ainsi que celle de Giesberg, et al. (2020), j'ai examiné les rendements des acquéreurs en série par rapport à ceux des acquéreurs uniques, l'effet de la taille de la cible sur la performance des opérations, ainsi que l'évolution des rendements des acquéreurs en série d'une acquisition à l'autre. L'objectif était de déterminer si ces acquéreurs s'amélioraient d'acquisition en acquisition, et tiraient profit de leur expérience, entraînant ainsi des effets positifs.

En analysant les rendements des acquéreurs en série par rapport aux acquéreurs uniques et en se concentrant sur la mesure de performance la plus couramment utilisée pour évaluer les performances d'une opération de fusion-acquisition, à savoir l'analyse des rendements anormaux à court terme, les études indiquent que les acquéreurs uniques ont un rendement anormal cumulé plus élevé que les acquéreurs en série.

Des auteurs tels que Antoniou et al. (2007), Renneboog et Vansteenkiste (2019) et Zaremba et Plotnicki (2016) ont également réalisé des études sur le long terme affirmant que les acquéreurs en série ne génèrent pas de rendements anormaux, tandis que les acquéreurs uniques le font.

Dans ma recherche visant à comprendre si, à plus long terme, les acquéreurs en série parviennent à tirer parti de leur expérience passée pour mener des opérations plus réussies que les acquéreurs uniques, j'ai constaté que la littérature penche en faveur de moins bons résultats pour les acquéreurs en série, d'une acquisition à l'autre. Ainsi, les rendements de leur action à court et à long terme semblent diminuer, tout comme leur performance opérationnelle.

Ces résultats sont d'autant plus vrai lorsque la première acquisition est un succès, car les rendements des acquisitions suivantes diminuent. En revanche, lorsque la première acquisition est un échec, les rendements s'améliorent sans toutefois atteindre le niveau de performance des acquéreurs uniques.

Une autre hypothèse majeure sur laquelle repose le concept des fusions-acquisitions programmatiques est celle de la taille de la cible. Les grandes et petites entreprises semblent être plus rentables lorsqu'elles acquièrent des entreprises de plus petite taille, tandis que les entreprises de taille moyenne semblent bénéficier de l'acquisition de cibles de grande taille. Il est possible qu'une entreprise de grande taille accorde moins d'importance à l'intégration d'une filiale ou d'une entreprise de plus petite taille, en pensant que la petite entreprise s'intègrera facilement dans la grande structure.

Un lien possible peut être établi entre la taille des acquisitions et l'évolution des rendements d'une acquisition à l'autre. Comme l'expliquent Moeller et al. (2004), plus une entreprise grandit et réalise des transactions de grande taille, plus cela influence les coûts d'intégration et de transaction. Alors qu'auparavant, elle parvenait à minimiser ces coûts en acquérant des entreprises de taille optimale.

Ces conclusions générales sont souvent contestées par d'autres études qui ont utilisé une temporalité différente, d'autres mesures de performance ou d'autres échantillons. Cela explique la diversité des résultats et la complexité d'aboutir à un consensus concernant l'évaluation des performances des fusions-acquisitions. C'est pourquoi ce sujet suscite l'intérêt de nombreuses personnes, génère une abondante littérature et alimente un débat qui perdure depuis plusieurs décennies sans trouver de solution claire.

Nous sommes donc confrontés à un dilemme. D'un côté, certaines sources soulignent les mérites d'une stratégie spécifique, celle des fusions-acquisitions programmatiques, qui conduirait à une performance supérieure pour les entreprises. Cependant, cette performance a été mesurée par des mesures de performance qui diffèrent de celles couramment utilisées dans la plupart des études. De plus, les résultats proviennent d'un groupe d'auteurs homogène de consultants, ce qui nous oblige à confronter ces analyses à d'autres études.

Les résultats obtenus des études scientifiques sont en tout cas plus dispersés que ceux des études mentionnées précédemment. En effet, à court et à long terme, l'acquisition d'entreprises en série semble avoir un impact négatif sur les rendements, qui diminuent d'une acquisition à l'autre. Cependant, l'acquisition d'entreprises de taille plus modeste semble permettre d'obtenir de meilleurs résultats, notamment en limitant les coûts de transaction et d'acquisition.

Il est toutefois important de reconnaître les limites de la confrontation aux articles scientifiques, notamment en ce qui concerne l'analyse des composantes des acquéreurs programmatiques de manière isolée, sans prendre en compte les éventuelles synergies qui pourraient découler de leur application en tant qu'ensemble.

Afin d'approfondir la question, j'ai mené une étude sur un échantillon similaire à celui des études réalisées par Rudnicki, et al. (2019) ; Rehm, et al. (2012) ainsi que celle de Giesberg, et al. (2020). J'ai utilisé comme base de mon échantillon les 1000 entreprises les plus importantes du monde en termes de capitalisation, sur une période d'échantillonnage d'environ 10 ans.

Pour avoir des mesures de performance en adéquation avec la littérature sur la performance des opérations de fusions-acquisitions et éviter des choix arbitraires, j'ai opté pour une étude d'évènements à court terme. J'ai pris en compte trois fenêtres d'étude largement utilisées dans différentes études sur le sujet, à savoir les fenêtres à 1, 2 et 5 jours autour de l'annonce d'une opération de fusions-acquisitions. Cette étude permet d'étudier la réaction du marché face à cet évènement et d'en déduire la perception du marché quant aux synergies, à la performance future et aux rendements potentiels que cet évènement pourrait apporter à l'entreprise.

En complément de cette première mesure basée sur la perception des investisseurs quant aux performances futures, j'ai également effectué une analyse des indicateurs de rentabilité comptables afin de mesurer l'évolution réelle de la performance observée sur la période de l'échantillon. Cette étude comptable permet de prendre en compte les résultats concrets plutôt que de se baser uniquement sur les prédictions du marché.

Les résultats de cette analyse révèlent qu'à court terme, les fusions-acquisitions programmatiques ne créent pas de valeur pour les actionnaires, mais ne la détériorent pas non plus. En revanche, les acquéreurs organiques et sélectifs parviennent en moyenne à créer de la valeur dans une fenêtre de 5 jours, tandis qu'ils en détruisent légèrement lors des deux premiers jours de la fenêtre.

Si l'on examine la performance réellement réalisée par les acquéreurs organiques, on constate qu'elle évolue de manière plus positive que les autres types d'acquéreurs. D'une part, ils parviennent à accroître de manière plus significative la rentabilité des capitaux et des actifs, en comparaison avec les deux autres types d'acquéreurs. D'autre part, ils parviennent également à améliorer plus efficacement leurs marges opérationnelles, ce qui a été mesuré à travers les marges de l'EBITDA et de la marge opérationnelle.

En prenant en compte la génération de flux de trésorerie, il est observé que les entreprises pratiquant des fusions-acquisitions programmatiques ne parviennent pas à faire évoluer leur marge de cashflow aussi fortement que les acquéreurs organiques ou sélectifs. Cela peut s'expliquer par le fait que ces entreprises acquièrent davantage et doivent donc réallouer une partie plus importante de leurs capitaux à leurs activités d'acquisition.

Cependant, si cette hypothèse est vraie, ces flux de trésorerie sont transférés vers des projets qui ont une capacité de croissance, ce qui devrait permettre à l'entreprise d'améliorer sa génération de cashflow à long terme.

En conclusion, les résultats de mon analyse mettent en évidence le fait que les acquéreurs programmatiques sont plus à même d'intégrer de manière efficace leurs entreprises cibles et de créer des synergies opérationnelles qui améliorent les marges de leurs activités de manière plus significative que les autres types d'acquéreurs. Cela se manifeste par leur capacité à améliorer la rentabilité de leurs fonds propres et de leurs actifs, ainsi que par l'amélioration de leurs marges opérationnelles.

La mise en place d'une stratégie programmatique par les acquéreurs semble donc permettre une meilleure intégration des cibles et favoriser le développement de synergies qui améliorent la performance opérationnelle de manière plus significative que les autres types d'acquéreurs. En intégrant plus rapidement les structures de plus petites tailles, les entreprises réduisent le délai entre l'acquisition et le moment où les actifs acquis et les capitaux investis génèrent un rendement, ce qui contribue à améliorer la performance globale de l'entreprise.

En ce qui concerne la réaction du marché à l'annonce d'une acquisition par des acquéreurs programmatiques, elle ne semble pas engendrer de rendements anormaux à court terme, contrairement aux acquéreurs organiques et sélectifs qui peuvent observer une réaction significative sur une fenêtre de temps plus large.

Cela peut s'expliquer par le fait que l'annonce d'une acquisition par un acquéreur programmatique est moins surprenante pour les investisseurs, car elle s'inscrit dans une stratégie déjà planifiée. Cette acquisition ne devrait donc pas avoir un impact majeur sur les rendements futurs de l'entreprise, mais plutôt lui permettre d'atteindre ses projections. En revanche, pour les acquéreurs organiques et sélectifs, l'annonce peut être moins anticipée par le marché, ce qui peut induire une perception de modification des rendements futurs et entraîner un ajustement de la valorisation actuelle de l'acquéreur.

En conclusion, il est important de souligner que le choix de la méthodologie, de la temporalité, de l'échantillon et des mesures d'évaluation peut avoir un impact significatif sur les résultats des études sur les fusions-acquisitions. Cependant, certaines pratiques semblent généralement associées à de meilleurs résultats, telles que l'acquisition de filiales plutôt que de grandes entreprises, ainsi que la réalisation de transactions en espèces.

Il est également essentiel de garder à l'esprit que chaque acquisition et chaque projet sont uniques, et qu'ils doivent être évalués individuellement en fonction des objectifs spécifiques de l'entreprise, de son environnement et de tous les facteurs qui l'affectent.

Néanmoins, à partir de notre analyse, il semble que l'adoption d'une stratégie programmatique pourrait être une solution pour les entreprises afin de générer de meilleurs rendements. L'acquisition d'entreprises de taille plus restreinte permettrait une meilleure intégration et la création de synergies entre les membres de chaque organisation, ainsi qu'une maximisation de l'utilisation des actifs et la création de valeur à long terme.

Elles leur permettent de mieux intégrer les cibles et de créer des synergies opérationnelles, ce qui améliore leur performance opérationnelle et leur rentabilité des fonds propres et des actifs. De plus, en acquérant des entreprises de taille plus modeste, elles peuvent réduire le temps entre l'acquisition et la génération de rentabilité, ce qui contribue à améliorer leur performance globale à long terme.

En outre, les acquisitions programmatiques peuvent aider les entreprises à naviguer plus rapidement à travers les changements d'environnement, en acquérant des structures qui leur permettent de rester à jour et d'acquérir des compétences clés. Cela peut également réduire les risques liés à l'hubris des managers et à « l'empire building », car les acquisitions sont réalisées pour des raisons d'efficacité plutôt que de prestige.

Les fusions-acquisitions se différencient des acquisitions classiques en créant plus de valeur à long terme grâce à une meilleure intégration et une mise en œuvre plus efficace des synergies, permettant ainsi de réaliser des économies d'échelle et de favoriser la croissance stratégique.

Limites

Mon étude présente cependant certaines limites. Tout d'abord, l'utilisation des mesures de performance, comme les études d'évènements, repose sur l'hypothèse que les investisseurs évaluent de manière précise les rendements anormaux à long terme, conformément à la théorie de l'efficience des marchés, en prenant en compte toute l'information disponible dans le prix de l'action.

De plus, il est difficile d'isoler l'effet de l'acquisition en raison de l'influence de multiples variables qui affectent l'entreprise, son environnement et l'économie en général. L'étude des entreprises dans leur ensemble, comme dans notre échantillon, peut également limiter la capacité à distinguer l'effet spécifique de l'acquisition parmi d'autres décisions prises au sein de l'entreprise.

Il convient de noter que les normes comptables et la qualité du « reporting » peuvent varier d'un pays à l'autre, ce qui peut biaiser la comparabilité entre les entreprises. De plus, les mesures utilisées peuvent ne pas être exhaustives et ne pas prendre en compte tous les aspects de la performance des entreprises. L'élargissement du nombre de mesures pourrait compliquer davantage la comparabilité entre les entreprises. Cependant, malgré ces limites, nous disposons de données permettant une certaine comparabilité en analysant l'évolution des données plutôt que les données brutes.

En ce qui concerne les fusions-acquisitions programmatiques, il existe un manque de ressources traitant spécifiquement de ce sujet, ce qui limite notre compréhension des synergies développées entre les différentes stratégies qui la compose.

De plus, notre échantillon d'analyse se compose des plus grandes entreprises mondiales, ce qui peut ne pas être représentatif de l'ensemble des entreprises concernées. Cependant, il est important de noter que pour mettre en œuvre une stratégie programmatique, une entreprise doit avoir une certaine taille et capacité d'acquisition. Les entreprises réalisant des acquisitions programmatiques ne sont pas toutes cotées en bourse, contrairement à notre échantillon, en raison de problèmes d'accessibilité et de disponibilité des données.

Il est vrai que l'ensemble de la stratégie des entreprises n'est pas nécessairement explicité publiquement, ce qui rend difficile l'identification explicite des entreprises comme étant programmatique.

De plus, bien que nous ayons étudié la performance des différentes stratégies d'acquisition, il est important de noter que la performance d'une stratégie dépend non seulement du type de stratégie utilisée, mais aussi du succès avec lequel elle est exécutée.

Finalement, je peux dire que les résultats de cette analyse contribuent à la littérature existante sur un sujet relativement récent, pour lequel les études sont encore limitées.

L'étude réalisée aborde la performance d'une manière plus large que la plupart des études, en complétant les mesures financières par des mesures comptables et en les mettant en relation de manière complémentaire.

Ce travail peut également être utile aux professionnels pour prendre des décisions éclairées concernant les différentes stratégies de fusions-acquisitions, étant donné l'importance stratégique de ces décisions dans la vie d'une entreprise.

Commentaires et recherches futures

Les futures recherches pourraient se concentrer sur les fusions-acquisitions programmatiques et plus largement sur les fusions-acquisitions en étudiant la relation entre les rendements de ces opérations et le niveau de risque. Il serait intéressant d'analyser comment les différents types d'acquisitions influencent le profil de risque perçu par les investisseurs et comment ils sont confrontés aux rendements.

De plus, il serait pertinent d'étudier comment les différents types d'acquisitions affectent la liquidité et la solvabilité des entreprises, en complément des mesures traditionnelles de performance, afin de mesurer l'impact global de ces opérations.

Il serait également utile de mesurer la performance des entreprises en relation avec les objectifs spécifiques poursuivis lors des fusions-acquisitions, en prenant en compte les différentes stratégies adoptées, par exemple, en distinguant les acquisitions pour l'expansion sur de nouveaux marchés des acquisitions défensives. Une telle étude permettrait de déterminer quel type d'acquisition permet aux entreprises d'atteindre au mieux leurs objectifs.

Bibliographie

- Agrawal, A., Jaffe, J. F. et Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621. doi: 10.2307/2328956.
- Ahern, K. R. (2008). The returns to repeat acquirers. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.1094315.
- Aktas, N., de Bodt, E. et Roll, R. W. (2007). Learning, hubris and corporate serial acquisitions. *Ljubljana Meetings Paper*. doi: 10.2139/ssrn.721882.
- Alexandridis, G., Antoniou, A. et Petmezas, D. (2007). Divergence of Opinion and Post-Acquisition Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3/4), 439-460. doi: 10.2139/ssrn.936951.
- Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L. et Travlos, N. G. (2011). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *SSRN Electronic Journal*. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1782930
- Andrade, G., Mitchell, M. et Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120. doi:10.1257/jep.15.2.103.
- Antoniou, A., Petmezas. D. et Zhao H. (2007). Bidder gains and losses of firms involved in many acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(7-8), 1221-1244. doi: 10.1111/j.1468-5957.2007.02012.x.
- Balderas, L.E.M. (2019). *Mergers and acquisitions by multinational firms*. (Mémoire de Master). Masaryk University, Brno. Récupéré de https://is.muni.cz/th/drcp0/Master_Thesis.pdf
- Bellinger, L. et Hillman, A.J. (2000). Does tolerance lead to better partnering? The relationship between diversity management and M&A success. *Business & Society*, 39(3), 323-337. doi: 10.1177/000765030003900305.
- Bergström, I. et Rucht, C. (2021). *Failure factors of M&A - A literature survey between 2010 and 2020*. Failure Factors of M&A - A Literature Survey Between 2010 and 2020. Lund University, Lund. Récupéré de <https://lup.lub.lu.se/student-papers/search/publication/9055015>
- Bethume, F. (2020). *Abnormal returns to acquirers and their determinants in the global personal luxury goods industry*. (Mémoire de Master). Université de Liège, Liège. Récupéré de <https://matheo.uliege.be/handle/2268.2/10900>
- Billett, M. et Qian, Y. (2008). Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers. *Management Science*, 54, 1037–1051. doi: 10.2139/ssrn.687534.

- Bonnet, C. et Shain, J.P. (2017). *An empirical analysis of mergers: efficiency gains and impact on consumer prices*. Toulouse School of Economics, Toulouse. Récupéré de https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/TSE/documents/doc/wp/2017/wp_tse_765.pdf
- Boufama, O. (2013). La méthodologie d'étude d'évènement : une méthode et des outils à s'approprier en finance. *Revue des Sciences Humaines*, 29, 121-142. Récupéré de https://www.researchgate.net/publication/332849439_La_methodologie_d%27etude_d%27evenement_Une_methode_et_des_outils_a_s%27approprier_en_finance
- Bradley, M., Desai, A. et Kim, E. H. (1983). The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy? *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 183-206. Récupéré de <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:11:y:1983:i:1-4:p:183-206>
- Bradley, M. et Sundaram, A. (2006). Acquisitions and Performance: A Re-Assessment of the Evidence. *SSRN Electronic Journal*. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=592761
- Caiazza, R. et Volpe, T. (2015). M&A process: a literature review and research agenda. *Business Process Management Journal*, 21, 205-220. doi: 10.1108/bpmj-11-2013-0145.
- Campa, J. et Hernando, I. (2004). Shareholder Value Creation in European M&As. *European Financial Management*, 10(1), 47–81. doi: 10.1111/j.1468-036X.2004.00240.x.
- Cartwright, S. et Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17, S1-S5. doi: 10.1111/j.1467-8551.2006.00475.x.
- Chalençon, L. (2011). *La Performance des Fusions-Acquisitions : une Revue de la Littérature*. 2ème colloque franco-tchèque. “Trends in International Business”, Jun 2011, Lyon, France. 14p. halshs- 00690634
- Chatzimanolis, G. et Kyriazopoulos, G. (2011). *Du Pont Analysis of a Bank Merger and Acquisition between Laiki Bank from Cyprus and Marfin Investment Group from Greece*. Récupéré de https://www.researchgate.net/publication/271469314_Du_Pont_Analysis_of_a_Bank_Merger_and_Acquisition_between_Laiki_Bank_from_Cyprus_and_Marfin_Investment_Group_from_Greece_Is_there_an_increase_of_profitability_of_the_new_bank
- Choy, L. (2022). *Global M&A by the Numbers: 2021 Recap*. Récupéré le 9 mars 2023 de <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/global-ma-by-the-numbers-2021-recap>
- Clarke, S., Uhlener, R. et Wol, L. (2020). *A blueprint for M&A Success*. Récupéré le 28 avril 2023 de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-blueprint-for-m-and-a-success>

- Conn, R. C., Cosh, A., Guest, P. M. et Hughes, A. (2004). Why must all good things come to an end? the performance of multiple acquirers. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.499310.
- Croci, E. et Petmezas, D. (2009). Why do managers make serial acquisitions? an investigation of performance predictability in serial acquisitions. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.727503.
- Datta, D. K., Pinches, G. E. et Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Management Journal*, 13(1), 67–84. doi: 10.1002/smj.4250130106.
- Daume, P., Lundberg, T., McCurdy, P., Rudnicki, J. et Wol, L. (2021). *How one approach to M&A is more likely to create value than all others*. Récupéré le 19 avril 2023 de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-one-approach-to-m-and-a-is-more-likely-to-create-value-than-all-others>
- Estanol, A., Clougherty, J. A., Seldeslachts, J. et Szücs, F. (2018). *Mergers versus Acquisitions : theory and empirical evidence*. Récupéré le 20 avril 2023 de https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=IIOC2019&paper_id=178
- Faulkner, D. O., Teerikangas, S. et Joseph, R. J. (2015). *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. Oxford University Press. Récupéré le 27 février 2023 de <https://books.google.be/books?hl=fr&lr=&id=5xm5yvw8epEC&oi=fnd&pg=PP1&dq=m%26a&ots=2KTsVRed5w&sig=Fjn9BZKehR44fSp08d54VfNtyc#v=onepage&q=m%26a&f=false>
- Fuller, K., Netter, J. et Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763–1793. Récupéré de <https://esploro.libs.uga.edu/esploro/outputs/report/What-do-returns-to-acquiring-firms/9949316280602959#abstract>
- Giersberg, J., Krause, J., Rudnicki, J. et West, A. (2020). *The power of through-cycle M&A*. Récupéré le 29 avril 2023 de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-power-of-through-cycle-m-and-a>
- Goedhart, M., Koller, T. et Wessels, D. (2017). *The six types of successful acquisitions*. Récupéré le 9 avril 2020 de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-six-types-of-successful-acquisitions>
- Golubov, A., Yawson, A. et Zhang, H. (2015). Extraordinary acquirers. *Journal of Financial Economics*, 116(2), 314–330. doi: 10.1016/j.jfineco.2015.02.005.
- Goold, M. et Campbell, A. (1998). *Desperately seeking synergy*. Récupéré le 17 avril 2023 de <https://hbr.org/1998/09/desperately-seeking-synergy>

- Haspeslagh, P. C. et Jemison, D. B. (1991). *Managing acquisitions: creating value through corporate renewal*. New York: The Free Press.
- Harding, D., Jackson, R. et Leung, P. (2014). *The renaissance in mergers and acquisitions: How to make your deals successful*. Récupéré de https://www.bain.com/contentassets/d07a1900d2634502b0f1a20e3ae1f1df/bain_ma20compendium_2014.pdf
- Hayward, M. L. (2002). When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 21–39. doi: 10.1002/smj.207
- Healy, P., Palepu, K. et Ruback, R. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175. doi: 10.3386/w3348.
- Hoshino, Y. (1982). The performance of corporate mergers in Japan. *Journal of Business Finance & Accounting*, 9(2), 153-165. doi: 10.1111/j.1468-5957.1982.tb00982.x.
- Hu, N., Li, L. and Li, H. et Wang, X. (2020). Do mega-mergers create value? The acquisition experience and mega-deal outcomes. *Journal of Empirical Finance*, 55, 119-142. doi: 10.1016/j.jempfin.2019.11.004.
- Huynh, T. L., Wang, M. et Wimbauer, T. (2021). The impact of investor attention on M&A announcement Target Returns. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.3632596.
- Ismail, A. (2008). Which acquirers gain more, single or multiple? Recent evidence from the USA Market. *Global Finance Journal*, 19(1), 72–84. doi : 10.1016/j.gfj.2008.01.002.
- Jensen, M. et Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244158
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K. et Fréry, F. (2011). *Stratégique*. France : Pearson.
- Joshi, M., Mudde, P. et Sanchez, C. (2018). *Improving the M&A success rate: Identity may be the key*. doi: 10.1108/JBS-08-2017-0115.
- Kengelbach, D. J., Klemmer, D. C., Schwetzler, B. et Sperling, M. O. (2012). An anatomy of serial acquirers, M&A Learning, and the role of post-merger integration. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.1946261.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M. et Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187–200. doi: 10.1002/smj.371.
- Kling, G., Ghobadian, A. et O'Regan, N. (2009). Organic growth and shareholder value: A case study of the insurance industry. *International Journal of Research in Marketing*, 26(4), 276–283. doi: 10.1016/j.ijresmar.2009.08.002.

- Klasa, S. et Stegemoller, M. (2007). Takeover Activity as a Response to Time-Varying Changes in Investment Opportunity Sets: Evidence from Takeover Sequences. *Financial management*, 36(2), 1–25. doi: 10.1111/j.1755-053X.2007.tb00085.x.
- Knops, B. (2018). *Identification d'indicateurs de succès des fusions et acquisitions*. (Mémoire de Master). UCL, Louvain-la-neuve. Récupéré de <https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/en/node/3>
- Koi-Arkofi, G. (2016). *Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail*. Récupéré le 19 avril 2023 de https://www.researchgate.net/profile/Godfred-Koi-Akrofi/publication/305406845_Mergers_and_Acquisitions_failure_rates_and_perspectives_on_why_they_fail/links/5b788c06299bf1d5a7149efa/Mergers-and-Acquisitions-failure-rates-and-perspectives-on-why-they-fail.pdf
- Laamanen, T. et Keil, T. (2008). Performance of Serial Acquirers: Toward an Acquisition Program Perspective. *Strategic Management Journal*, 29(6), 663-672. doi : 10.1002/smj.670.
- Leshchinskii, D. et Zollo, M. (2004). Can firms learn to acquire? The impact of post-acquisition decisions and learning on long-term abnormal returns. *SSRN Electronic Journal*. doi : 10.2139/ssrn.590704.
- Lie, T. et Martinsen, M. (2022). *The performance of acquiring firms in the Nordic Market*. (Mémoire de Master). Norwegian School of Economics, Bergen. Récupéré de <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/3051957/masterthesis.pdf?sequence=1>
- Lin, C. Y. et Lee, H. T. (2010). The Bigger the Better? Merger and Acquisition Performance of Financial Holding Corporations. *Emerging Markets Finance & Trade*, 46(1), 96-107. doi: 10.2753/REE1540-496X460109.
- Macias, A. J., Rau, P. R. et Stouraitis, A. (2015). Can serial acquirers be profiled? *SSRN Electronic Journal*. Récupéré le 19 avril 2023 sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2667649
- MacKinlay, A. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39. Récupéré de <https://www.bu.edu/econ/files/2011/01/MacKinlay-1996-Event-Studies-in-Economics-and-Finance.pdf>
- Martin, R. L. (2016). *M&A: The One thing you need to get right*. Récupéré le 12 mars 2023 de <https://hbr.org/2016/06/ma-the-one-thing-you-need-to-get-right>
- Martynova, M., et Renneboog, L. (2008). Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 200–223. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2008.03.004

- McCurdy, P., Rudnicki, J., Stout, B. et West, A. (2019). *Practice makes perfect: What sets programmatic acquirers apart.* Récupéré le 28 avril 2023 de <https://www.mckinsey.com/capabilities/m-and-a/our-insights/practice-makes-perfect-what-sets-programmatic-acquirers-apart>
- McWilliams, A. et Siegel, D. (1997). Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal*, 40, 626-657. doi:10.2307/257056.
- Meckl, R. et Röhrle, F. (2016). Doe M&A deals create or destroy value? A meta-analysis. *European Journal of Business and Economics*, 11(2), 1-19. doi: 10.12955/ejbe.v11i2.890.
- Meier, O. et Schier, G. (2009). *Fusions, Acquisitions: Stratégie, Finance, Management.* 3^e édition. Paris : Dunod. Récupéré de https://www.bm.com.tn/ckeditor/files/fusions_acquisitions.pdf
- Melhem, G., Ozog, H., Kenney, G., Groves, G. et Kalelkar, A. (2009). Safety Guidelines for the Merger and Acquisition. *Process Safety Progress*, 29, 118-122. doi: 10.1002/prs.10353.
- Mitchell, M. et Stafford, E. (1999). Managerial decisions and long-term stock price performance. *CRSP Working Paper*, 453. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94137
- Moeller, S., Schlingemann, F. et Stulz, R. (2003). *Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?* Dice Center Working Paper No. 2003-4. doi: 10.3386/w9523.
- Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R. (1989). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48. doi: 10.3386/w3000.
- Navatte, P. et Schier, G. (2008). La mesure de la performance des fusions-acquisitions : Les Apports des études Récentes. *La Revue Des Sciences De Gestion, Direction Et Gestion*, (233), 43–49. doi : 10.1051/larsg:2008042.
- Netter, J., Stegemoller, M. et Wintoki, M. (2011). Implications of data screens on merger and acquisition analysis: A large sample study of mergers and acquisitions from 1992 to 2009. *The Review of Financial Studies*, 24, 2316–2357. doi: 10.1093/rfs/hhr010.
- Papadakis, V.M. et Thanos, I.C. (2010). *Research on strategic decisions: Taking stock and looking ahead.* Handbook of Decision Making. Récupéré de https://www.researchgate.net/profile/Ioannis-Thanos-2/publication/293756028_Papadakis_VM_Thanos_IC_and_Barwise_P_2010_Research_on_strategic_decisions_taking_stock_and_looking_ahead_In_Nutt_PC_and_Wilson_DC_eds_Handbook_of_Decision_Making_John_Wiley_Chichester_UK_pp_31-70_ISBN/links/56c1ac5b08ae2f498efb7d70/Papadakis-VM-Thanos-IC-and-Barwise-P-2010-Research-on-strategic-decisions-taking-stock-and-looking-ahead-In-Nutt-PC-and-Wilson-DC-eds-Handbook-of-Decision-Making-John-Wiley-Chichester-UK-pp-3.pdf

- Popp, K. (2013). *Mergers and acquisition in the software industry-foundation of due diligence*. New York: Norderstedt.
- Rahman A. R. et Limmack R. J. (2004). Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(3/4), 359-400. doi: 10.1111/j.0306-686X.2004.00543.x.
- Rao-Nicholson, R., Salaber, J. et Cao, T.H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 35, 373-387. doi: 10.1016/j.ribaf.2015.09.024.
- Ray, D.E. (2015). *Demystifying the merger and Acquisition Process*. Récupéré le 3 février 2023 de <https://www.cio.com/article/246579/demystifying-the-merger-and-acquisition-process.html>
- Rouse, T. et Frame, T. (2009). *The 10 steps to successful M&A integration*. Récupéré le 15 mars 2023 de <https://www.bain.com/insights/10-steps-to-successful-ma-integration/>
- Rudnicki, J., Siegel, K. et West, A. (2019). *How lots of small M&A deals add up to big value*. Récupéré le 19 avril 2023 de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/repeat-performance-the-continuing-case-for-programmatic-m-and-a>
- Rehm, W., Uhlener, R. et West, A. (2012). *Taking a longer-term look at M&A value creation*. Récupéré le 19 avril 2023 de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/taking-a-longer-term-look-at-m-and-a-value-creation>
- Renneboog, L. et Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.3434256.
- Renneboog, L. et Vansteenkiste, C. (2018). What goes wrong in M&As? On the long-run success factors in M&As. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.3304601.
- Schweiger, D., & Very, P. (2003). Creating value through merger. Elsevier Schience Ltd. - *Advances in Merger and Acquisitions*, 2, 1-26. Récupéré de <https://core.ac.uk/download/pdf/288306831.pdf>
- Sharma, D. et Ho, J. (2002). The impact of acquisitions on operating performance: some Australian evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1-2), 155-200. doi: 10.1111/1468-5957.00428.
- Steuij, J. (2022). *Programmatic M&A: The route to sustainable value creation?* Récupéré le 10 avril 2023 de <https://insights.dealsuite.com/en/blog/programmatic-ma-the-route-to-sustainable-value-creation>
- Steigenberger, N. (2017). The Challenge of Integration: A Review of the M&A Integration Literature. *International Journal of Management Reviews*, 19, 408-431. doi: 10.1111/ijmr.12099.

- Uhlener, R. et Wol, L. (2022). *Programmatic M&A: Winning in the new normal*. Récupéré le 27 avril 2023 de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/programmatic-m-and-a-winning-in-the-new-normal>
- Unoki, K. (2013). *Mergers, acquisitions, and global empires: Tolerance, diversity and the success of M&A*. New York: Routledge.
- Vazirani, N. (2012). Improving the M&A success rate: Identity may be the key. *Journal of Business Strategy*, 41(1). doi: 10.1108/JBS-08-2017-0115.
- Wang, W. Y. C., Pauleen, D. J. et Chan, H. K. (2013). Facilitating the merger of multinational companies: A case study of the global virtual enterprise. *Journal of Global Information Management*, 21(1), 42-58. doi : 10.4018/jgim.2013010103.
- Zhang, Y., Iyer, S.R., Melendrez, K. et Sankaran, H. (s.d.). Do serial acquirers bite off more than they can chew? *Journal of Finance and Accountancy*, 29. Récupéré de <https://www.aabri.com/manuscripts/213395.pdf>
- Zollo, M. et Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55-77. doi: 10.5465/AMP.2008.34587995.