

Haute Ecole
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

« Dans quelle mesure les opérations de fusion-acquisition affectent-elles la performance opérationnelle des entreprises acquéreuses ? »

Mémoire présenté par :
James D'UDEKEM D'ACQZ

Pour l'obtention du diplôme de
Master en gestion de l'entreprise
Année académique 2024-2025

Promotrice :
Valérie Kinon

Table des matières

Remerciements.....	0
Déclaration anti-plagiat	0
Liste d'abréviations	0
Abstract	1
Introduction	2
1. Contexte.....	2
2. Question de recherche	3
3. Hypothèses de recherche.....	3
4. Approche méthodologique et plan d'action	4
5. Conclusion de l'introduction et de l'articulation du mémoire	7
Revue de littérature	8
Théories explicatives	8
Résultats empiriques à court terme	9
Résultats empiriques à long terme	10
Les méthodologies existantes.....	15
Hypothèses.....	23
Méthodologie	30
Echantillon.....	30
Données analysées	33
Analyse comptable & mesures de performances opérationnelles.....	35
Résultats.....	39
Table 1 : L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises	39
Table 2 : L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises. Actions vs. Liquidités	45
Table 3 : L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises. Transactions domestiques vs. Transfrontalières.....	49
Conclusion	53
Rappel de la problématique et synthèse des résultats	53
Limites de l'étude	55
Nouvelles pistes et perspectives de recherche	56
Bibliographie	58

Remerciements

Je tiens tout d'abord à exprimer ma profonde gratitude envers Mme. Valérie Kinon, ma promotrice, pour son accompagnement ainsi que ses conseils avisés tout au long de ce travail. Son expertise et son soutien m'ont été très précieux dans la réalisation de celui-ci.

Je souhaite également remercier tout particulièrement mon oncle, Stéphane d'Udekem, pour l'aide qu'il m'a apportée tout au long de la rédaction, en particulier pour ses précieux et conseils et recommandations en matière d'analyse des états financiers.

Je souhaite également remercier chaleureusement ma mère, Delphine, pour son aide si précieuse et son soutien constant, ainsi que mon frère Gaspard et ma sœur Aurore, qui ont su m'encourager dans les moments de doute. Mes pensées vont également vers Amandine, dont la présence et le soutien moral m'ont porté tout au long de ce projet.

Enfin, je tiens à remercier l'ICHEC, établissement dans lequel j'ai réalisé mes études universitaires ; merci de m'avoir offert cette opportunité.

À toutes et à tous, je vous adresse ma reconnaissance et ma gratitude pour avoir contribué, chacun à votre manière, à la réalisation de ce mémoire.

James d'Udekem d'Acoz

Déclaration anti-plagiat

« Je soussigné, James d'Udekem d'Acoz, déclare par la présente que le travail 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 les références dans le texte, la bibliographie... (norme APA) mises à ma disposition sur Moodle. Par ma signature, je certifie sur l'honneur avoir pris connaissance des documents précités et que le travail présenté est original et exempt de tout emprunt à un tiers non-cité correctement. »

Date : 11/08/2025

Signature



Je soussigné(e), James d'Udekem d'Acoz (180642) déclare sur l'honneur les éléments suivants concernant l'utilisation des intelligences artificielles (IA) dans mon travail / mémoire :

Type d'assistance		Case à cocher
Aucune assistance	J'ai rédigé l'intégralité de mon travail sans avoir eu recours à un outil d'IA générative.	
Assistance avant la rédaction	J'ai utilisé l'IA comme un outil (ou moteur) de recherche afin d'explorer une thématique et de repérer des sources et contenus pertinents.	<input checked="" type="checkbox"/>
Assistance à l'élaboration d'un texte	J'ai créé un contenu que j'ai ensuite soumis à une IA, qui m'a aidé à formuler et à développer mon texte en me fournissant des suggestions.	<input checked="" type="checkbox"/>
	J'ai généré du contenu à l'aide d'une IA, que j'ai ensuite retravaillé et intégré à mon travail.	
	Certaines parties ou passages de mon travail/mémoire ont été entièrement générés par une IA, sans contribution originale de ma part.	
Assistance pour la révision du texte	J'ai utilisé un outil d'IA générative pour corriger l'orthographe, la grammaire et la syntaxe de mon texte.	<input checked="" type="checkbox"/>
	J'ai utilisé l'IA pour reformuler ou réécrire des parties de mon texte.	<input checked="" type="checkbox"/>
Assistance à la traduction	J'ai utilisé l'IA à des fins de traduction pour un texte que je n'ai pas inclus dans mon travail.	<input checked="" type="checkbox"/>
	J'ai également sollicité l'IA pour traduire un texte que j'ai intégré dans mon mémoire.	
Assistance à la réalisation de visuels	J'ai utilisé une IA afin d'élaborer des visuel, graphiques ou images.	
Autres usages	Utilisation de l'IA afin de trouver des faiblesses dans mes raisonnements pour pousser mon analyse plus loin	<input checked="" type="checkbox"/>

Je m'engage à respecter ces déclarations et à fournir toute information supplémentaire requise concernant l'utilisation des IA dans mon travail / mémoire, à savoir : J'ai mis en annexe les questions posées à l'IA et je suis en mesure de restituer les questions posées et les réponses obtenues de l'IA. Je peux également expliquer quel le type d'assistance j'ai utilisé et dans quel but.

Fait à Bruxelles, le 11/08/2025

James d'Udekem d'Acoz (180642)

Liste d'abréviations

EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Résultat avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement)
WC	Working Capital (Fonds de roulement).
WCN ou WCR	Working Capital Need ou Working Capital Requirement (Besoins en fonds de roulement)
BFR	Besoin en fonds de roulement
F&A	Fusions et acquisitions
MENA	Middle East and North Africa (Moyen-Orient et Afrique du Nord).
CA	Chiffre d'affaires
ROA	Return on Assets (Rendement des actifs)
ROE	Return on Equity (Rendement des capitaux propres)
ROS	Return on Sales (Rendement des ventes ou marge nette)
EPS	Earnings Per Share (Bénéfice par action)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Coût moyen pondéré du capital)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Résultat avant intérêts et impôts)
PIB	Produit intérieur brut
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Modèle d'évaluation des actifs financiers)
ROCE	Return on Capital Employed (Rendement du capital employé)
CF	Cash Flows (Flux de trésorerie)
CAAR	Cumulative Average Abnormal Return (Rendement anormal moyen cumulatif)
CAR	Cumulative Abnormal Return (Rendement anormal cumulatif)
EVA	Economic Value Added (Valeur économique ajoutée)

Abstract

Ce mémoire analyse l'impact des opérations de fusions-acquisitions (F&A) sur les performances opérationnelles à long terme des entreprises acquéreuses européennes. L'étude porte sur un échantillon de 50 transactions annoncées entre 2010 et 2015 et mesure la marge opérationnelle et le rendement des actifs, avant et après l'opération, à partir de ratios bruts et ajustés à la moyenne sectorielle.

Partant du constat que la littérature présente des résultats contradictoires sur la création de valeur post-deal, l'hypothèse centrale posée est que les F&A entraînent une détérioration des performances. Deux hypothèses complémentaires examinent le rôle du mode de financement (cash, actions ou mixte) et du type de transaction (domestique ou transfrontalière).

Les résultats obtenus montrent une baisse globale des performances post-acquisition, malgré un léger rebond à court terme. Les effets négatifs persistent une fois les moyennes et ratios ajustés, confirmant l'hypothèse principale. L'analyse par mode de financement révèle que les paiements en numéraire sont mieux accueillis pré-opération, mais que les transactions financées par actions génèrent le plus fort surplus de marge « anormale » à moyen terme. Tandis que le financement mixte offre le meilleur équilibre sur le rendement des actifs. Enfin, les résultats obtenus concernant le type de transaction montrent, qu'en tout temps (pré- et post-deal), les F&A domestiques performant mieux que les transfrontalières, avec des pertes ajustées plus limitées.

En conclusion, les F&A pèsent globalement sur les performances opérationnelles des acquéreurs européens, mais le choix du financement et la dimension géographique peuvent atténuer cet effet négatif et guider les stratégies futures.

Introduction

1. Contexte

Les fusions et acquisitions (F&A) constituent, depuis plusieurs décennies, l'un des leviers privilégiés par les entreprises pour assurer leur croissance, renforcer leur présence sur le marché et leur compétitivité ainsi qu'améliorer leurs performances. Elles sont un phénomène structurel du capitalisme, elles ne représentent pas un simple transfert d'actifs d'une entreprise à une autre ; elles matérialisent des choix stratégiques, reflètent les attentes et ambitions des dirigeants et investisseurs, impliquent de nombreux acteurs différents, et transforment le paysage concurrentiel des marchés.

Pour les entreprises acquéreuses, ces opérations représentent souvent une promesse de création de valeur : synergies opérationnelles, économies d'échelle, optimisation des ressources et processus de fabrication ou encore accès à de nouveaux marchés et savoir-faire. Cependant, la littérature académique existante met en lumière le fait qu'à côté de ces attentes rationnelles nous retrouvons également d'autres attentes et décisions qui peuvent être qualifiées d'irrationnelles. Celles-ci sont liées à l'ego des décideurs (hubris), à la dynamique de marché ou à la tentation du « bandwagon effect » (effet de mode). Ce paradoxe propre aux opérations de fusions et acquisitions met en exergue les motifs contradictoires qui poussent certaines entreprises à s'engager dans de telles opérations.

Malgré le dynamisme du marché européen au cours de ces quinze dernières années, les résultats empiriques observés restent pour le moins ambivalents. Si l'on sait que les actionnaires des sociétés cibles réalisent souvent des gains substantiels autour de l'annonce d'un deal, les conclusions à propos de la performance opérationnelle à long terme des firmes acquéreuses apparaît plus incertaines voire négatives. Nous retrouvons tantôt différents travaux mettant en avant une stagnation, tantôt une destruction de valeur post-acquisition. Nous pouvons, dès lors, nous interroger quant à la réalité des gains réels et générés par les effets de synergies ainsi que l'impact concret qu'ont les opérations de fusions et acquisitions sur l'efficacité opérationnelle réelle des entreprises.

C'est précisément ce questionnement stratégique et financier qui constitue le fil conducteur de notre travail. Pour ce faire, nous avons concentré notre étude sur le marché européen entre 2010 et 2015. Il s'agit d'une période marquée par des mouvements de fortes concentrations et de grands défis économiques à la suite de la crise des subprimes de 2008, mais également par une succession de phases contrastées. Nous observons une reprise économique post-crise entre 2010 et 2011 suivie d'une nouvelle chute de l'activité dans le secteur des fusions et acquisitions jusqu'en 2013 ou nous assistons à une nouvelle augmentation. Étudier cette période-ci (2010-2015) nous permet donc de tester nos hypothèses dans un cadre à la fois chahuté et riche en transactions.

S'il existe de nombreuses études sur les effets boursiers à court terme (event studies) autour de l'annonce des F&A, la littérature académique manque d'études systématiques et détaillées sur les performances opérationnelles et la rentabilité des actifs à moyen et long terme post-acquisition, notamment concernant le marché des fusions et acquisitions européennes. Il est, dès lors, essentiel d'identifier les véritables leviers de création ou de destruction de valeur et de

performance pour les entreprises et de formuler des pistes concrètes pour optimiser la conduite future de ces opérations.

2. Question de recherche

Compte tenu de la complexité et de l'hétérogénéité des résultats issus de la recherche académique, nous nous sommes fixés comme ambition, avec ce mémoire, de répondre à la question centrale suivante :

Dans quelle mesure les opérations de fusions-acquisitions affectent-elles la performance opérationnelle des entreprises acquéreuses ?

Cette question principale guide la structuration de tout le mémoire et se décline en plusieurs sous-questions :

- L'effet moyen des opérations de fusions et acquisitions sur la marge opérationnelle (EBITDA/Chiffre d'Affaires) et sur le rendement des actifs (EBITDA/Actifs) des acquéreurs européens ;
- La comparaison entre performances brutes et performances ajustées des effets sectoriels ;
- L'impact du mode de financement de la transaction (paiement en actions, en numéraire ou mixte) sur les performances post-deal ;
- L'influence de la géographie de la transaction (transactions domestiques versus transfrontalières) sur la création ou la destruction de valeur ;
- Enfin, les limites des mesures exclusivement comptables et l'(in)capacité de ces ratios à capter l'ensemble des effets qualitatifs des fusions et acquisitions.

Notre démarche permet d'enrichir l'analyse et la compréhension du phénomène, en allant au-delà de la seule perspective de marché et de court terme, pour proposer une lecture globale, méthodique et ancrée dans les réalités opérationnelles de l'entreprise européenne contemporaine.

3. Hypothèses de recherche

Nous avons formulé les différentes hypothèses suivantes sur base de l'état de la littérature académique existante et sur les observations relevées. Notre travail se compose d'une hypothèse centrale ainsi que de deux autres hypothèses complémentaires.

Hypothèse principale :

Les opérations de fusions-acquisitions ont un impact général négatif sur les performances des entreprises européennes.

Cette hypothèse principale découle du constat que nous avons fait, sur base de la littérature académique. En effet, nous avons observé des résultats contradictoires concernant l'effet des fusions et acquisitions sur les performances opérationnelles des entreprises. Cependant, nous

avons de bonnes raisons de croire que cet impact tend généralement à être négatif. Cette première hypothèse vise donc à éclaircir le flou autour de l'influence des opérations de F&A sur les performances opérationnelles des entreprises européennes.

Hypothèses complémentaires :

1. Le mode de financement joue un rôle significatif :

Les opérations de fusions-acquisitions financées par une combinaison d'actions et de liquidités affichent de meilleures performances que celles financées uniquement par des actions ou uniquement par des liquidités.

Cette deuxième hypothèse part du postulat qu'il existe trois manières de financer un deal (actions, numéraire ou une combinaison d'actions et de liquidité). Nous émettons cette hypothèse en partant du principe qu'un financement 100% en actions implique deux choses. D'une part, les financements 100% en actions sont souvent interprétés comme un signal de survalorisation de l'acquéreur ; d'autre part, un tel financement peut également entraîner une dilution (ce qui ne plaît pas aux actionnaires). Les financements 100% en liquidité, entraînent, quant à eux, un endettement relativement important pour les firmes acquéreuses, ce qui peut ralentir et endommager leur capacité à investir dans les années suivant les deals. Enfin, les combinaisons d'actions et de liquidités permettent de trouver un équilibre en limitant la dilution actionnariale ainsi que le degré d'endettement de l'entreprise. Nous anticipons donc, toutes choses égales par ailleurs, des performances opérationnelles post-acquisition supérieures pour les transactions à structure mixte.

2. La nature géographique impacte la performance post-deal :

Les entreprises européennes réalisant des opérations de fusions-acquisitions domestiques ont de meilleures performances que les entreprises européennes qui optent pour des transactions transfrontalières.

Nous partons, ici, du postulat que les fusions et acquisitions domestiques réalisées par des entreprises européennes affichent, en moyenne, de meilleures performances post-deal que les transactions transfrontalières. En effet, les opérations à l'étranger font face à plus de défis : différences culturelles, linguistiques, normes comptables ainsi que fiscales et juridiques. Alors que les deals domestiques bénéficient d'une plus grande facilité de communication, d'une proximité opérationnelle ainsi que d'une plus grande simplicité réglementaire. Nous reconnaissons toutefois que les F&A transfrontalières peuvent ouvrir l'accès à de nouveaux marchés, technologies et compétences. Mais nous anticipons le fait que ces bénéfices sont plus lents à se concrétiser.

4. Approche méthodologique et plan d'action

Par souci d'objectivité et de robustesse, notre démarche méthodologique repose sur deux parties complémentaires : une revue de littérature ainsi qu'une étude comptable. Cette approche nous permet de croiser nos observations et résultats empiriques avec la littérature existante, ce qui nous permet d'identifier les bonnes pratiques à adopter.

a. Constitution de l'échantillon étudié

Notre analyse empirique s'appuie sur un échantillon de 50 transactions de F&A, toutes annoncées par des entreprises européennes majeures entre 2010 et 2015. Les critères de sélection incluent :

- Transparence : seules les entreprises cotées en bourse pour lesquelles les données financières sont publiquement accessibles sont retenues.
- Taille des transactions : cet échantillon est constitué uniquement de deals dont la valeur minimale a été fixée à 10 millions \$. En effet, nous avons décidé de nous concentrer uniquement sur les méga-deals (> 1 milliard \$) ainsi que les mid-cap deals (entre 10 millions \$ à 1 milliard \$).
- Dispositif dit « de l'entonnoir » : à partir d'une base élargie (indices sectoriels, base Statista, rapports annuels, bases de données financières reconnues), le choix final a favorisé les opérations offrant une continuité statistique de données sur 3 années de part et d'autre du deal, ainsi que des informations détaillées sur le mode de financement et la nature géographique de la transaction.

b. Construction des indicateurs et méthodologie d'analyse

Notre méthodologie repose sur la combinaison de deux indicateurs comptables, permettant d'appréhender à la fois l'efficacité opérationnelle et la rentabilité des actifs :

- Marges opérationnelles : $\text{EBITDA}/\text{Chiffre d'affaires}$, et $(\text{EBITDA} - \Delta\text{BFR})/\text{Chiffre d'affaires}$,
- Rendement des actifs : $\text{EBITDA}/\text{Actifs}$, et $(\text{EBITDA} - \Delta\text{BFR})/\text{Actifs}$.

Chaque ratio est calculé en « valeur brute », puis ajusté. Afin d'ajuster ces moyennes nous y soustrayons la moyenne sectorielle afin d'isoler la sur- ou sous-performance anormale propre à chaque opération, par rapport à la dynamique sectorielle. Ce choix méthodologique permet de neutraliser les biais liés à la conjoncture sectorielle et nous permet ainsi d'avoir un aperçu clair de la performance réelle des entreprises.

De plus, une segmentation selon le mode de financement (numéraire, actions ou mixte) et la nature géographique (domestique versus transfrontalière) permet de comparer la dynamique des sous-groupes. Les données sont travaillées sur des fenêtres temporelles court terme (N-1 à N+1) ainsi que long terme (N-2 à N+2) autour de la réalisation du deal. Nous réalisons ceci afin de capter tant l'effet anticipatif pré-deal, que l'impact de l'opération sur le moyen et long terme post-deal.

Les Excel ayant contenant toutes les données et calculs bruts sont disponibles ici :

- a) [Echantillon de 50 transactions](#)
- b) [Calculs bruts et premier jet](#)
- c) [Analyse comptable](#)

Les Excel (b) « Calculs bruts et premier jet » et (c) « Analyse comptable » sont deux Excel qui se complètent. Ils ont été réalisés parallèlement.

Enfin, notre travail prend soin de discuter des forces et faiblesses des indicateurs qui ont été sélectionnées pour la réalisation de notre étude. Nous abordons la portée et les différentes

limites de ces ratios ainsi que les limites de l'analyse quantitative en elle-même (absence de prise en compte des effets qualitatifs, des coûts d'intégration, ou des dynamiques managériales post-acquisition, ...).

c. Démarche comparative et confrontation à la littérature

Le traitement et l'interprétation de nos résultats empiriques s'inscrivent dans une perspective comparative avec la littérature académique existante. Les principales études européennes ou américaines (Thanos & Papadakis (2012), Grigorieva & Petrunina (2013), Sbai (2013 ; 2017), Chakir (2015), Junni et Teerikangas (2019), Hajiyeva (2020), Borodin et al. (2020), Westman et Mildenerger (2021), etc.) servent de points de références critiques pour situer les résultats obtenus.

Des points d'attention méthodologiques, tels que le recours aux moyennes (et non médianes), sont expliqués, ainsi que les biais potentiels liés aux données extrêmes dans des échantillons limités.

d. Plans d'action et trame du mémoire

Le plan de ce mémoire s'articule en plusieurs sections complémentaires :

1. **Revue de littérature** : nous présentons, dans cette première section, de façon critique, les principales approches théoriques et les résultats empiriques existants relatifs aux effets créateurs et/ou destructeurs des opérations de fusions et acquisitions sur les performances opérationnelles et actionnariales.
2. **Présentation de l'échantillon et de la méthodologie** : nous révélons, dans cette deuxième section, les choix de sélection des deals, la construction des variables et les logiques d'analyse comparative.
3. **Analyse des résultats empiriques** : nous dévoilons, dans cette troisième section, la discussion détaillée des évolutions des ratios, identification des tendances majeures, segmentation des résultats selon les critères retenus (mode de financement, géographie du deal). Nous réalisons également une comparaison avec les résultats mise en avant par d'autres auteurs.
4. **Discussion critique** : nous abordons dans cette quatrième section, la portée, les limites et l'enrichissement des indicateurs. Nous abordons également toutes les limites concernant nos indicateurs, ratios, échantillons et analyse quantitative afin de dégager différentes suggestions pour des recherches futures.
5. **Conclusion générale** : nous finissons avec, dans cette cinquième section, le bilan synthétique de l'impact des opérations de fusions et acquisitions sur la création et/ou destruction de valeur, ainsi que des recommandations pour la pratique managériale.

5. Conclusion de l'introduction et de l'articulation du mémoire

Au terme de cette introduction, il convient de rappeler que l'objectif de ce travail n'est pas d'énoncer une règle générale, mais bien d'éclairer, à partir des résultats obtenus, la réalité du phénomène des F&A dans le contexte européen contemporain. Notre travail propose, d'une part, un état des lieux précis des effets des F&A sur la performance opérationnelle des acquéreurs et, d'autre part, des repères concrets pour aider les dirigeants ainsi que toutes autre partie prenante à optimiser leurs choix stratégiques concernant des projets de F&A. Nous réalisons ceci en documentant la diversité des résultats empiriques obtenus et en les confrontant aux apports comme aux limites de la littérature existante.

Ce mémoire, organisé selon la trame suivante, guidera le lecteur :

1. Revue critique de la littérature sur les F&A et la création/destruction de valeur ;
2. Présentation détaillée de la méthodologie, de l'échantillon et des ratios d'analyse ;
3. Analyse empirique des résultats, interprétations et comparaisons sectorielles ;
4. Discussion critique, ouverture sur les limites des études comptables et perspectives qualitatives ;
5. Conclusion et recommandations managériales pour une optimisation des opérations de F&A.

Par cette démarche analytique et comparative, le présent travail espère contribuer à nourrir la réflexion académique et professionnelle autour d'une des transformations majeures du capitalisme contemporain.

Revue de littérature

Théories explicatives

Martynova et Renneboog (2008) ainsi que Junni et Teerikangas (2019) définissent les « fusions et acquisitions » comme des processus d'intégration socio-organisationnels dont la réussite dépend d'un degré et d'une vitesse d'intégration. Ces auteurs expliquent que ce genre d'opérations ne peuvent réussir qu'en maintenant un équilibre entre les dimensions humaines (culture, identité, résistances au changement, gouvernance d'entreprise) et les dimensions stratégiques (adéquation stratégique et culturelle, transfert de connaissances et de talents, réalisation effective des synergies) afin de créer de la valeur au-delà de la simple combinaison structurelle et technique. De plus, ces auteurs expliquent qu'une opération de fusion ou acquisition où les dirigeants visent la simple combinaison structurelle et technique des entreprises est insuffisante et inadaptée. Selon eux, il doit y avoir une démarche de gestion proactive de la transmission des valeurs sociales et cognitives entre les deux entreprises qui doit être mise en place (Martynova et Renneboog 2008 ; Junni & Teerikangas, 2019).

Les opérations de fusion et acquisition (F&A) occupent une place centrale dans les stratégies de développement des entreprises modernes, permettant aux firmes de croître rapidement, d'accéder à de nouveaux marchés, d'acquérir des compétences clés et de renforcer leur pouvoir de marché (DePamphilis, 2010). La littérature académique reconnaît largement les motivations stratégiques, financières et managériales sous-tendant ces opérations (Handbook of Corporate Finance, 2011). Parmi ces motivations, une typologie classique distingue deux grandes familles qui poursuivent des objectifs économiques clairement mesurables ou alors qui relèvent de dynamiques plus personnelles et parfois considérées comme irrationnelles. Dans cette première catégorie dite des motivations rationnelles, la recherche de synergies par les managers figure en tête ; l'objectif principal était la recherche de création de valeur actionnariale (Moline, 2013). Junni & Teerikangas (2019) soulignent que le type d'acquisition constitue l'un des déterminants majeurs des résultats post-deal, aux côtés de l'intégration, du degré d'intégration stratégique et culturel, de la vitesse d'intégration, etc. Autrement dit, ils soulignent qu'il existe une corrélation entre le type d'opération de F&A (horizontale, verticale, conglomerale ou congénérique) et le type de synergies créées. Ces auteurs mettent en avant le fait que les synergies les plus conséquentes sont le fruit de fusions et acquisitions généralement horizontales ; ce qui a également été mis en avant par des auteurs plus anciens comme Fee & Thomas (2004) ainsi que Shahrur (2005). Dans le même esprit, Sbai (2017) retient la proximité sectorielle parmi les caractéristiques clés.

La littérature présente trois types de synergies différentes recherchées par les managers. Nous avons, tout d'abord, les synergies opérationnelles qui permettent de réduire les coûts unitaires via des économies d'échelle ou d'envergure et d'accroître les revenus en élargissant la couverture de marché (Devos et al., 2009). En deuxième lieu nous retrouvons les synergies financières qui procurent une meilleure stabilité des flux de trésorerie et un profil de crédit renforcé, réduisant ainsi le coût du capital (Gaughan, 2011). Et enfin, en troisième lieu, nous retrouvons les synergies managériales. Elles correspondent, quant à elles, à la recherche de l'amélioration du management via le transfert de connaissances, de savoir-faire et de compétences de direction entre l'acquéreur et la cible (Gintrac, 2017). Concernant les autres motivations qui peuvent pousser les dirigeants d'une entreprise à se lancer dans une opération de F&A, nous retrouvons

la perspective d'un renouvellement managérial : l'arrivée de nouveaux dirigeants est souvent associée à une meilleure allocation des ressources et à l'adoption de méthodes managériales plus performantes, générant des gains de productivité (Handbook of Corporate Finance, 2011). Et enfin, l'acquéreur peut être attiré par la perception d'une sous-valorisation de la cible : dans ce cas, l'opération constitue un arbitrage de valorisation, permettant d'acquérir des actifs à un prix jugé avantageux (Handbook of Corporate Finance, 2011).

En revanche, certaines F&A sont motivées par des facteurs moins vertueux. Ces motivations dites « irrationnelles » trouvent leur origine dans des comportements excessifs et alimentés par l'égo ainsi que l'orgueil des dirigeants. Trois facteurs différents ont été identifiés : en premier lieu, nous avons le phénomène « d'empire building » qui conduit les dirigeants à multiplier les acquisitions pour accroître leur pouvoir et leur prestige, souvent au détriment de la création de valeur pour les actionnaires (Gul et al., 2020). Ensuite, nous avons l'« hubris managérial », qui est un concept théorique élaboré par Roll (1986), et désigne cette confiance démesurée dans leurs propres capacités et qui poussent les managers à surpayer la cible (cette théorie a été le fruit de nombreuses études par la suite telles que : Aktas et al. (2016)). Et enfin, nous avons l'« effet de mode » ou « bandwagon effect » qui amène certaines entreprises à se lancer dans des transactions parce que leurs pairs le font, sans justification économique ni fondement stratégique solide (Bindra et al. 2022).

Cette typologie met en lumière un fort paradoxe concernant les opérations de fusions et acquisitions. En effet, malgré des objectifs de création de valeur clairement identifiés, de nombreuses opérations de fusions-acquisitions ne génèrent pas toujours les bénéfices escomptés pour les actionnaires.

Résultats empiriques à court terme

La question centrale que pose cette littérature est la suivante : ces opérations remplissent-elles réellement leur promesse de création de valeur pour les actionnaires ? Sur ce point, les résultats sont contrastés. De fait, de nombreuses études s'accordent à dire que les actionnaires de l'entreprise cible bénéficient en général de gains significatifs à l'annonce de l'opération. Ces gains sont souvent matérialisés par une hausse immédiate du cours de l'action, reflétant la prime d'acquisition versée par l'acquéreur.

Borodin et al. (2020) notifient, à la suite d'une étude de 138 transactions américaines et européennes sur la période 2014 à 2018, que la valeur des actions de l'entreprise cible grimpe à l'annonce de la transaction. Les auteurs rapportent également un rendement anormal cumulé moyen allant jusqu'à 11,6% dans les jours suivant l'annonce. De plus, ils confirment l'existence de rendements anormaux cumulatifs (CAR) allant de +5,4% à +7,5% pour les cibles et que ces rendements varient selon les marchés et périodes étudiés. Concrètement, cela signifie que les actions de l'entreprise cible ont généré entre 5,4% et 7,5% de gains supplémentaires par rapport à ce qu'elles auraient dû normalement rapporter en l'absence d'annonce de rachat. Cette large fourchette s'explique par la diversité des contextes étudiés, les caractéristiques spécifiques de chaque marché et les conditions économiques propres à chaque période d'analyse. Ces résultats sont relativement robustes quelle que soit la période ou la taille de l'échantillon analysé.

Lardenoije (2023) analyse, quant à lui, un échantillon de 62 entreprises européennes entre 2009 et 2020 et confirme ces chiffres. Il va même jusqu'à observer une hausse plus importante de 14,5% en moyenne pour les entreprises cibles. Cette prime immédiate reflète l'optimisme des investisseurs quant aux synergies attendues concernant des objectifs d'économies d'échelle, d'élargissement de la gamme, de partage des risques, etc. De plus, cela traduit également la confiance de l'acquéreur en ses propres capacités à créer de la valeur à très court terme.

En revanche, du côté des acquéreurs, la situation est plus ambivalente et les résultats divergent d'une étude à une autre. En effet, certaines recherches observent des performances neutres ou légèrement négatives à court terme. Bradley & Sundaram (2006) confirment ces résultats en montrant que les rendements boursiers à court terme pour les acquéreurs oscillent entre 0% et -1%, avec des performances particulièrement dégradées lorsque l'acquisition est financée en cash ou qu'elle s'inscrit dans une stratégie de diversification. Dans la même continuité, l'évent study menée sur un échantillon de 7047 cas de fusions et acquisitions d'entreprises entre 1996 et 2010 de Chan et al. (2013), révèle que les actionnaires des acquéreurs perdent en moyenne 0,10% de la valeur de l'entreprise autour de l'annonce de l'opération. Ces différents auteurs confirment ce que disait déjà Moeller et al. (2005) en parlant tout de même d'une "destruction massive de richesse" pour les actionnaires, particulièrement prononcée pour les grandes entreprises acheteuses avec une capitalisation boursière supérieure à 500 millions de dollars malgré le fait qu'il ne s'agisse que d'une perte moyenne n'atteignant même pas les -2%.

Résultats empiriques à long terme

La littérature académique existante sur le sujet tend généralement à dire que sur le long terme, les opérations de F&A sont destructrices en termes de performance et de valeur opérationnelle et économique. Cependant, il existe bien certains auteurs qui sont arrivés à des conclusions plutôt positives. C'est le cas de : Akhavein et al. (1997) qui avaient étudié des cas de mégafusions aux Etats-Unis entre 1980 et 1990 ; ces auteurs constataient déjà des améliorations de la rentabilité des entreprises de +16%. D'autres études empiriques plus récentes le confirment également : c'est le cas des analyses de Renneboog et Vansteenkiste (2018) qui mettent en évidence que les acquéreurs, lors de F&A mid-cap post-2009, enregistrent des gains de 1,05%. Alors que les acquéreurs réalisent des gains de 2,54% lors de méga-deals. Ce sont des gains certes beaucoup moins élevés que ceux observés pré-années 2000, mais il s'agit bien de gains.

D'autres auteurs identifient des destructions de valeur plus fortes à plus long terme, notamment lorsque l'acquisition a été motivée par une surévaluation des synergies attendues ou une mauvaise gestion post-fusion. Les travaux de Sirower (1996) illustraient déjà parfaitement cette problématique systémique en révélant que 66% des acquéreurs sous-performent lorsqu'ils sont comparés à leur secteur d'activité trois ans après l'acquisition, générant une destruction de valeur moyenne de 12% de la valeur actionnariale. L'auteur démontre que seulement 33% des firmes étudiées étaient réellement créatrices de valeur, un constat confirmé par d'autres études au cours du temps, comme celle de Andreade et al. (2001) montrant que 58% des acquisitions échouent à générer un rendement suffisant pour couvrir leur coût du capital sur les 3 années suivant la transaction ; ou encore celles de Rahman et Lambkin (2015) mettent en avant qu'un grand nombre des opérations de F&A échouent à créer de la valeur économique. La cause

principale demeure la surestimation des synergies, puisque 73% des économies prévues ne sont jamais réalisées, problème aggravé par le versement de primes excessives qui se situent en moyenne entre 40% et 50% de la valeur de la cible, certaines transactions dépassant même les 100%.

Cette dynamique a été étudiée par Sirower (1996) qui a alors émis le concept de "piège des synergies" (Synergy Trap), où ces primes élevées exigent des réductions de coûts ou des doubléments de marges rarement atteints, transformant les acquisitions en "paris risqués". L'ampleur de cette destruction de valeur se manifeste dès l'annonce, avec une chute moyenne de 10% du cours de l'acquéreur et une performance négative moyenne de -2,1% sur le court terme et allant jusqu'à un an suivant l'annonce.

La littérature identifie plusieurs facteurs qui expliquent cette destruction de valeur : en premier lieu nous avons le mode de financement de l'opération (le paiement en actions étant le plus pénalisant avec des rendements allant de -1% à -3% à l'annonce contre +1,8% pour les paiements en espèces (Bradley & Sundaram, 2006 ; Beccalli & Frantz, 2009 ; Thomson et Kim, 2020 ; Borodin et al., 2020 ; Rohra, 2023). Ensuite, nous avons le versement de primes excessives. Et enfin, les conflits culturels post-intégration, ou encore les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires.

Modes de paiements

En effet, concernant le mode de paiement, nous retrouvons en tout trois possibilités. Les opérations peuvent être financées en actions, en numéraires ou un montage mêlant les deux. Sur le court terme, Bradley & Sundaram (2006) observent des rendements neutres voire légèrement négatifs lorsque la transaction est financée en actions (de -1 % à -3 %). Des études plus récentes soutiennent ces résultats en soulignant que ce sont les transactions financées en actions qui ont l'impact le plus négatif sur la performance bien qu'il soit quasiment insignifiant. C'est le cas des études menées par Thomson et Kim (2020), sur un échantillon de 2689 transactions entre entreprises américaines & européennes entre 2000 et 2010. De même, Borodin et al. (2020) soutiennent ces affirmations et avancent une diminution de la performance économique des acquéreurs de -6,8% aux USA et de -5,3% en Europe, en s'étant penché sur un échantillon de 138 opérations de F&A aux USA et en Europe entre 2014 & 2018. Une explication concernant ces résultats négatifs est la perception d'un signal de surévaluation par les investisseurs et actionnaires. Ce signal est caractérisé par l'émission de nouveaux titres, là où le numéraire témoigne d'une confiance financière plus robuste envers la santé financière de l'acquéreur de manière générale.

D'un autre côté nous retrouvons des études expliquant que ce sont les financements en liquidité qui pénalisent le plus les actionnaires des firmes acquéreuses. Dans la majorité des cas, ceux-ci versent des primes plus élevées afin d'être certains que la transaction ait bien lieu. Cependant, cette méthode entraîne une dette importante qui vient alors entraver les performances et l'efficacité de l'entreprise sur le court (et parfois moyen) terme. Par extension, c'est lors de financements 100% en numéraire que les gains pour la cible sont plus élevés (Rohra, 2023).

Cependant, ces résultats à court terme masquent parfois des évolutions moins favorables. Sur le moyen et le long terme, l'effritement des gains escomptés pour l'acquéreur devient évident. Sirower (1996) montrait déjà que, trois ans après la fusion, plus de la moitié des acquéreurs

enregistraient un retour sur actifs inférieur à celui de leurs pairs (non fusionnés). Nous avons également des études plus récentes comme celle de Martynova & Renneboog (2008) qui le confirment en ayant étudié un vaste échantillon et en constatant une baisse significative du cours de l'action de l'acquéreur sur les cinq années suivant l'opération.

Les primes d'acquisitions

Le second facteur explicatif d'une destruction de valeur est le versement de primes excessives. Celui-ci est principalement alimentées par l'« hubris managérial » décrit par Roll (1986) ainsi que par des enchères concurrentielles agressives qui mènent à des primes moyennes payées, excédant de près de trois fois la valeur potentielle des gains synergiques (Schwert, 2000 ; Ismail, 2011 ; Rohra, 2023). Cette dégradation est également due à la surestimation initiale des synergies (Ravaonorohanta, 2016 ; Rohra, 2023). Ravaonorohanta (2016) démontre, après avoir étudié 95 cas de fusions et acquisitions, que dans la majorité des cas, les synergies réellement réalisées ne représentent qu'un tiers, voire moins, des gains anticipés.

Dans le même esprit et de manière plus chiffrée, Kose et al. (2008), sur un échantillon de 3.162 dirigeants pour 2.129 entreprises américaines cotées et 1.888 opérations de F&A réalisées entre 1993 et 2005, montrent que la prime versée est en moyenne 30% à 50% trop élevées. Lorsque les deux dirigeants des entreprises acquéreuses et cibles présentent simultanément un excès de confiance (hubris), la prime d'acquisition payée est supérieure de 7 % à 9 % par rapport aux cas où aucun ou un seul dirigeant est dans cette situation. En conséquence, nous pouvons observer un mouvement du marché en réaction : le cours de l'acquéreur diminue en moyenne de 11 % à 12 % à l'annonce, par rapport aux transactions où l'excès de confiance ne touche pas les deux parties. Plus largement, les PDG qui font preuves d'un excès de zèle paient en moyenne 2,3 % à 3,8 % de prime supplémentaire par rapport à ceux qui agissent avec plus de prudence.

Les types d'opération

La littérature distingue depuis longtemps les différents effets des fusions-acquisitions (F&A) domestiques et transfrontalières. Sur un échantillon de 492 opérations de fusions bancaires dans l'UE entre 1988 et 1993, Vander Vennet (1996) montrait déjà que les fusions domestiques entre partenaires de tailles équivalentes entraînaient une augmentation significative de la rentabilité comptable des banques fusionnées. En revanche, dans son étude ultérieure portant sur 62 opérations transfrontalières réalisées par des banques basées dans l'UE, en Norvège et en Suisse entre 1990 et 2001, Vander Vennet (2002) constate seulement une amélioration limitée de l'efficacité bénéficiaire et aucune amélioration de l'efficacité des coûts à court terme. Nous observons, dès lors, que l'augmentation de la rentabilité pour les transactions domestiques s'est aplanie avec le temps. Moeller & Schlingemann (2005) constatent, de leur côté, que les synergies opérationnelles réellement réalisées dans ces transactions transfrontalières restent systématiquement inférieures aux attentes.

Ces résultats sont en partie confirmés et nuancés par Beccalli et Frantz (2009), qui analysent 714 deals de fusions et acquisitions impliquant des acquéreurs européens et des cibles mondiales. Ils concluent que les opérations de F&A conduisent à une baisse de la performance et de la rentabilité, avec un impact plus marqué pour les transactions transfrontalières. Dans ces dernières, le ROE et le rendement des flux de trésorerie chutent durant les six années post-

acquisition. Toutefois, les auteurs relèvent un gain d'efficacité des coûts, signe que certaines synergies opérationnelles sont atteintes malgré la dégradation générale des indicateurs de rentabilité. Les données récentes issues de l'étude de Beccalli & Frantz (2009), mettent en lumière que pour les domestiques, le ROE moyen post-deal est négatif la première année (-1,61%) et continue à se dégrader sur trois ans (-0,27%), avant de remonter fortement à cinq ans (+5,36%). Pour les F&A transfrontalières, les valeurs ajustées du ROE sont systématiquement négatives : -0,77% à un an, -1,28% à trois ans et -2,10% à cinq ans, traduisant une détérioration plus importante et plus durable. Concernant l'évolution des CAAR (Cumulative Average Abnormal Returns), ces auteurs pointent également du doigt une dynamique contrastée autour de l'annonce : les opérations domestiques affichent un pic de rendement plus marqué, atteignant environ +4 % au moment de l'annonce, contre +2,5 % pour les opérations transfrontalières. Cet écart rétrécit cependant sur le long terme. Les études menées par Grigorieva & Petrunina (2013) confirment également ces résultats.

D'autres travaux, comme Rani et al. (2015), confirment que les effets de performance post-F&A varient fortement selon la nature domestique ou transfrontalière de l'opération, avec des résultats plus volatiles et souvent moins favorables dans les contextes transfrontaliers. Ils avancent les raisons suivantes : des facteurs tels que la complexité réglementaire, les différences culturelles et la difficulté d'intégrer des systèmes organisationnels distincts.

En résumé, la littérature converge vers l'idée que les F&A domestiques tendent à offrir des gains de rentabilité plus élevés et plus stables à long terme, grâce à une intégration plus fluide et à des synergies plus rapidement mobilisables, tandis que les F&A transfrontalières, bien qu'elles puissent générer certains bénéfices pour les cibles et permettre des expansions stratégiques, peinent à améliorer durablement la rentabilité des acquéreurs et présentent souvent des résultats moins favorables, surtout lorsque les acquisitions sont complexes ou motivées par des objectifs politiques.

Différences culturelles et managériales

En dernier lieu, nous retrouvons les difficultés d'intégration post-transaction (Junni & Teerikangas, 2019). Martynova et Renneboog (2008) ainsi que Junni et Teerikangas (2019) insistent sur la nécessité d'un processus graduel, équilibrant autonomie et interdépendance, et prenant en compte non seulement les dimensions financières et opérationnelles, mais aussi humaines : culture, identité et systèmes de gouvernance doivent être harmonisés pour que les synergies se réalisent et pour avoir une intégration qui se déroule au mieux. Morck, Shleifer & Vishny (1990) expliquaient déjà dans les années 90 qu'un mauvais management se traduit systématiquement par des rendements « anormaux » négatifs à la date d'annonce de l'opération.

Dans les marchés émergents, comme cité précédemment, Grigorieva & Petrunina (2013) mesurent une destruction de valeur moyenne de 5,1 M\$ d'Economic Profit¹ (EP) pour les

¹ Le Economic Profit Concept (ou concept de profit économique) est une approche de mesure de la performance d'une entreprise qui va au-delà des indicateurs comptables classiques comme le résultat net ou le ROE. Cette méthode permet d'évaluer si l'entreprise crée réellement de la valeur pour ses

opérations domestiques, contre 48,8 M\$ pour les acquisitions transfrontalières. Ces auteurs le justifient en expliquant qu'il s'agit d'une conséquence directe des désaccords stratégiques et des résistances managériales liés aux différences culturelles. Ajoutons à cela l'étude menée par Baur et Matzler (2014), basée sur un échantillon de 106 PME des pays germanophones européens, où ces auteurs identifient trois déterminants clés du succès des fusions-acquisitions à caractère culturel : la complémentarité stratégique, la compatibilité culturelle et l'intensité du processus d'intégration.

Gunkel et al. (2015) ainsi que Nyberg (2019) documentent un taux de démission des employés ainsi que du top management significativement plus élevé dans les acquisitions internationales, et Bain & Company (2013) identifie le « culture clash » comme la première raison d'échec des deals. Selon McKinsey & Company (2010), 92 % des dirigeants estiment qu'une meilleure compréhension culturelle avant la transaction serait bénéfique, tandis que 70 % jugent que trop peu d'attention y est portée ; pourtant, 58 % des entreprises déclarent ne pas disposer d'une approche spécifique d'évaluation culturelle, 0 % affirmant que leurs pratiques sont efficaces, et près de la moitié évoquent comme obstacles majeurs l'absence d'accord de la direction sur la culture souhaitée (48 %), le manque de prise en compte des risques culturels en due diligence (48 %) et l'insuffisance de soutien du top management (44 %). Enfin, malgré des taux d'échec globalement situés entre 66 % et 75 % (McKinsey & Company, 2010) et allant jusqu'à 90 % (Christensen et al., 2011), de nombreux chercheurs soulignent que la négligence de l'audit culturel et l'absence d'un plan d'intégration interculturelle rigoureux (incluant formation, communication bilatérale et co-construction de valeurs communes) amplifient la destruction de valeur post-fusion, invalidant les promesses de synergies et enfermant les acquéreurs dans un piège des synergies (Synergy Trap), qui reste largement sous-estimé (Sully de Luque et al., 2018 ; Junni & Teerikangas, 2019).

Il est important de noter que les différents facteurs cités ci-dessus ne sont pas les seuls facteurs ayant une incidence sur les performances des entreprises. De fait, plusieurs autres facteurs complémentaires ont par le passé, déjà été analysés. Citons la taille de l'acquéreur (qui joue bien souvent en défaveur des grandes structures). En effet, Moeller et al. (2004) mais également Westman et Mildemberger (2021) ont mis en lumière un lien entre la taille des entreprises et la prime versée ; plus l'entreprise est grande, plus celle-ci est encline à verser des primes d'acquisitions élevées, ce qui, par la suite, risque d'entraîner des problèmes pour l'entreprise lorsque viendra le temps de dégager des gains synergiques. De plus, la taille relative de la cible constitue également un facteur déterminant. Les travaux de Chung, Singh et Lee (2000) montrent que le rapport de taille entre l'acquéreur et la cible influe sur la performance post-fusion. Moeller, Schlingemann et Stulz (2004) confirment cet effet et soulignent que cette taille a également un impact sur le montant de la prime versée. Ce constat est renforcé par Beccalli & Frantz (2009), qui observent que la performance post-deal, mesurée via le ROE, tend à s'accroître avec la taille de la cible. Plus récemment, Sbai (2017) indique qu'une cible de grande taille par rapport à l'acquéreur peut accentuer la destruction de valeur pour ce dernier, et Calipha, Tarba et Brock

actionnaires après avoir rémunéré tout le capital mobilisé. Formule générale concernant l'Economic Profit = NOPAT – (Capital Investi×Coût Moyen Pondéré du Capital [WACC]).

(2010) complètent cette analyse en montrant que cette relation de taille influe non seulement sur les résultats financiers, mais aussi sur la capacité d'intégration et de réalisation des synergies.

Le Tobin's q^2 semble également avoir un impact certain mais son étude a mené à des résultats différents selon les auteurs et les échantillons respectivement étudiés. Celui-ci mesure le rapport entre la valeur de marché des actifs de l'entreprise et le coût de remplacement de ces actifs. Pour Thomson et Kim (2020), sur un échantillon de F&A américaines réalisées entre 1990 et 2016, observent un Tobin's q moyen de 2,1 pour les acquéreurs et de 1,9 pour les cibles, ce qui suggère que les acquéreurs sont en moyenne plus surévalués en termes de valeur de marché que les cibles. En effet, Un q supérieur à 1 indique que la valeur de marché dépasse le coût de remplacement, ce qui traduit un potentiel de création de valeur et peut engendrer un mouvement plus propice à l'investissement, tandis qu'un q inférieur à 1 suggère que l'entreprise détruit de la valeur, car ses actifs sont moins valorisés que leur coût.

Alors que Moeller et al. (2004) observent l'inverse, suggérant que les acquéreurs qui financent leur opération par des titres surévalués subissent en réalité des performances boursières négatives. De même, les entreprises disposant de flux de trésorerie abondants mais peu d'opportunités d'investissement rentables sont tentées par des stratégies d'« empire building » détruisant de la valeur, à moins qu'un niveau d'endettement suffisant ne vienne limiter ces comportements (Sbai, 2013).

En définitive, ces travaux montrent que la création de valeur pour l'acquéreur n'est jamais automatique : elle dépend de l'exactitude des projections de synergies, de la valeur de la prime payée, de la pertinence du mode de financement, de la qualité de la gouvernance post-fusion et de l'efficacité de la gestion des dimensions humaines et culturelles. Les fusions-acquisitions constituent donc des opérations très complexes, où chaque paramètre doit être pris en compte et maîtrisé pour éviter que l'ambition de croissance ne se transforme en source de destruction de valeur (Gomes & al., 2013 ; Sbai, 2017 ; Junni et Teerikangas (2019).

Les méthodologies existantes

Afin d'évaluer empiriquement les effets des F&A, la recherche mobilise principalement deux grandes approches méthodologiques : les event studies ainsi que les analyses comptables.

Les event studies

La première, dite des « études d'événements » (event studies), repose sur l'analyse de la réaction du marché boursier à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition. Celle-ci se fait en comparant les rendements anormaux autour de la date d'annonce en retenant une fenêtre par exemple de -1 à +1 jour ou de -5 à +5 jours. Nous calculons alors les rendements anormaux cumulés (CAR)³ en soustrayant aux rendements observés ceux qui étaient attendus en l'absence

² Le Tobin's Q a été proposé par l'économiste James Tobin (prix Nobel, 1981) comme indicateur pour évaluer l'attractivité d'investir dans de nouveaux actifs productifs ou de maintenir ceux existants.

³ Les rendements anormaux cumulés (CAR) mesurent l'impact global d'un événement sur le cours d'une action en additionnant les rendements « anormaux » observés sur une période donnée. Un CAR positif indique que le marché perçoit l'événement comme créateur de valeur, tandis qu'un CAR négatif traduit une perception défavorable et une destruction potentielle de valeur (Stanek & Villanova, 2025).

d'annonce, selon un modèle de marché, un CAPM ou, plus récemment, un modèle à trois facteurs de Fama–French (se focalisant sur le risque de marché (bêta), la taille (SMB) et la valeur (HML)).

Cette première méthode est particulièrement prisée pour sa capacité à saisir l'effet instantané de l'opération sur la valeur actionnariale ; elle se concentre donc sur les effets à court terme des F&A. De plus ; elle est largement utilisée en finance pour sa simplicité et sa capacité à refléter les attentes du marché. Cependant, ces résultats peuvent être sensibles à la période d'observation choisie ou à la méthode de calcul des rendements normaux, ce qui explique certaines divergences constatées entre les différentes études existantes.

Beaucoup d'études utilisant la méthode des rendements anormaux cumulés (CAR) montrent des résultats convergents dans la majorité des cas concernant l'effet direct des opérations de F&A sur la performance boursière des entreprises. Comme cité précédemment, ces travaux indiquent que les entreprises cibles retirent systématiquement des gains significatifs, avec des CAR oscillant généralement entre +7 % et +42 % selon les échantillons et les périodes étudiées (Goergen & Renneboog, 2004 ; Campa & Hernando, 2004). Plus précisément, Goergen et Renneboog (2004) montrent que, pour un échantillon d'opérations européennes, les actionnaires des cibles bénéficient de CAR moyens de +9 % sur une fenêtre de 120 jours, pouvant atteindre +23 % lorsque l'on prend en compte les deux mois précédant l'événement. Martynova et Renneboog (2006) trouvent des CAR de +0,95 % pour les cibles sur une période de 40 jours avant l'événement. Bertrand & Zitouna (2008) et Danbolt (2004) avaient également des résultats identiques et affirmaient que la réaction des marchés est globalement positive pour les actionnaires des cibles.

En revanche, la situation des acquéreurs apparaît plus nuancée et sujette à débat (Moeller et al., 2005 ; Bradley & Sundaram, 2006). Moeller et al. (2005) observent que, les annonces d'acquisition sont globalement profitables pour les actionnaires des acquéreurs mais qu'avec le temps les résultats tendent à se dégrader. Ils constatent par ailleurs qu'à court terme, les acquéreurs subissent en moyenne une légère perte (-0,55 %) à l'annonce. Plus l'horizon temporel s'allonge à partir de l'annonce, plus la sous-performance devient marquée, atteignant en moyenne -10,37 % lorsque l'on compare la performance économique des acquéreurs à celle de leur secteur. Les résultats sont similaires à ceux rapportés par King et al. (2004) ou encore Steigner & Sutton (2011), qui soulignent un impact souvent négatif pour les acquéreurs. Les travaux de Tsung-ming et Hoshino (2002), sur un échantillon de 89 fusions domestiques japonaises, révélaient également des rendements anormaux moyens négatifs de -1,01 % sur une fenêtre de 3 jours autour de l'annonce initiale.

Ces constats montrent que les résultats peuvent fortement varier selon plusieurs paramètres : la longueur de la fenêtre retenue pour le calcul, le modèle de rendement normal utilisé (CAR, CAPM ou encore Fama-French), l'horizon d'observation (court terme versus analyses à 36-60 mois ou plus) ou encore les procédures de sélection des échantillons (méga-deals uniquement versus tout type de transaction). L'étude de Chakir (2015), par exemple, portant sur 709 transactions réalisées aux États-Unis entre 1990 et 2007 montre que, sur le long terme, les rendements anormaux peuvent être légèrement positifs, significatifs et stables, à condition que l'acquéreur dispose d'un avantage informationnel. Pour la période de 60 mois post-transaction, l'auteur observe un rendement anormal de +1,75 % pour les acquéreurs « informés », contre seulement +0,73 % pour ceux qui ne le sont pas.

En complément, l'étude de Rani et al. (2015) montre que, sur une fenêtre de 20 jours entourant l'événement, les CAR cumulés atteignent environ +13,41 % et +21,78 % pour les actionnaires des cibles selon les périodes. Ces auteurs confirment donc bien l'ampleur des gains à court terme pour ces dernières. En revanche, ces auteurs mettent en avant que les acquéreurs affichent une performance boursière plus volatile et souvent inférieure, avec des réactions allant de -1,09% à +0,8 % selon la fenêtre et le contexte de marché.

Enfin, plusieurs limites méthodologiques doivent être rappelées : les tests de long terme souffrent du « joint test hypothesis problem⁴ », rendant difficile une interprétation robuste des résultats. Cette première limite avait déjà été mise en avant, il y a longtemps, par Healy et al., (1990). Ainsi, de nombreux auteurs recommandent de privilégier des fenêtres d'observation courtes, moins sujettes aux biais et offrant une meilleure puissance statistique. Kothari & Warner (2007) insistent sur le fait que seuls les tests à court horizon fournissent des preuves fiables de l'efficacité du marché. De même, Fama (1991) mettait également en garde contre la sensibilité des résultats à long terme aux hypothèses de modèle, plaidant pour la prudence dans leur interprétation.

L'analyse comptable

La seconde approche repose sur l'analyse des données comptables des entreprises impliquées, avant et après une opération de F&A, et permet de pallier la faiblesse principale des event studies. Cette faiblesse, qui est comblée par les analyses comptables, est la précision statistique et mathématique sur le long terme. Ces études cherchent à identifier des changements dans les indicateurs de performance tels que le rendement des actifs (ROA), le retour sur fonds propres (ROE), la marge d'exploitation (ROS), le levier financier (Dettes/Capitaux Propres), ou encore le ratio Chiffre d'affaires/Employés sur plusieurs années.

Selon Westman et Mildemberger (2021), trois grandes approches se dégagent dans ce type de mesure : (1) l'utilisation de ratios tels que le ROA, le ROE, ou le ROS ; (2) les mesures de croissance d'une année sur l'autre des ventes, profits ou actifs ; (3) les flux de trésorerie opérationnels standardisés (souvent rapportés à la valeur de marché des actifs). L'avantage de cette méthode est détaillé et défini par Thanos et Papadakis (2012) ; elle permet de mesurer une performance réellement réalisée, observable dans les rapports annuels. Elle permet également, via des indicateurs tels que ROA ou ROS, d'évaluer respectivement la rentabilité et l'efficacité post-acquisition sur le court-terme, tout en offrant la possibilité de mesurer la réalisation des synergies à long terme.

Les résultats issus de cette approche sont également partagés. Certains auteurs identifient des améliorations de performance post-opération, notamment en termes d'EBITDA et de cash-flow. C'était déjà le cas avant les années 2000 où Healy et al. (1992) montrent que, sur les trois années suivant la fusion, les entreprises améliorent leur efficacité financière : elles génèrent en moyenne

⁴ Joint test hypothesis problem : Le problème de l'hypothèse conjointe signifie qu'on ne peut jamais être certain qu'un résultat anormal en finance (comme un rendement supérieur aux attentes) provient d'une inefficience du marché ou simplement d'un modèle économique imparfait utilisé pour le calculer (Fama, 1970).

+2,7 % de cash-flow supplémentaire par an (avant impôts) pour chaque euro d'actifs utilisés en N+1, +3,8 % en N+2 et +2,7 % en N+3, tous significativement supérieurs aux concurrents.

Post-années 2000, nous retrouvons des résultats assez similaires auprès d'autres auteurs comme : Bradley, Sundaram & Walsh (2006) qui observent un gain immédiat de +1,2 % sur le ROA et de +2,3 % sur l'EBITDA/Chiffre d'affaires dans l'année suivant la fusion, avec un maintien à long terme (+0,6 % et +1,1 % respectivement). Devos et al. (2009) confirment ces gains opérationnels, avec une amélioration de l'EBITDA comprise entre +5 % et +7 % dans les deux années suivant la clôture. Plus récemment, Thanos & Papadakis (2012) identifient une progression graduelle, avec +0,4 % de ROA et +1,5 % de marge en N+1, atteignant +0,8 % et +1,0 % en N+2.

De son côté, Hajiyeva (2020) relève, sur un échantillon de 82 deals réalisés entre 2009 et 2012, des résultats plus importants que la moyenne : une marge opérationnelle en nette progression (+2,5 % en N+1 et +4,0 % en N+2) malgré l'absence de variation significative du ROA. Grigorieva & Petrunina (2013), après avoir analysé un échantillon de 80 transactions, confirment un gain modeste de ROA (+0,2 %) mais substantiel sur la marge opérationnelle (+3,0 % en N+1 et +2,5 % sur le long terme).

À l'inverse, d'autres travaux mettent en évidence une stagnation, voire une détérioration des marges et du ROA. Yeh & Hoshino (2001) et Sharma & Ho (2002) observent un recul de ces indicateurs post-acquisition. Borodin et al. (2020), se basant sur un échantillon de 138 deals entre 2016 et 2018, montrent également une baisse marquée du ratio EBIT/Revenu total, de -6,8 % aux États-Unis et -5,3 % en Europe, illustrant une diminution plus forte de l'efficacité opérationnelle américaine. Sur certaines transactions, l'écart entre performance brute et performance ajustée du secteur reste négatif : par exemple, la baisse médiane du ratio EBITDA/Chiffre d'affaires ajusté industrie est de -3,3 %, contre -1,2 % pour le ratio (EBITDA-ΔBFR)/Chiffre d'affaires, et -3,4 % pour l'EBITDA/Actifs totaux. Nous avons également une étude menée par Sarra (2022), sur un échantillon de 22 entreprises, qui met en évidence une sous-performance moyenne du ROE de -10,5 %. Kaiss (2024), sur 22 entreprises de la région MENA, constate un recul du ROE sur deux ans, avec -2,99 % la première année (de 16,08 % à 13,09 %) et -5,99 % la deuxième année (7,10 %). Ces divergences de résultats peuvent s'expliquer par les différences de normes comptables, par la manipulation possible des provisions, par la variation des pratiques de consolidation, et par l'hétérogénéité des contextes nationaux et sectoriels.

De même que l'event study, l'approche comptable sur le long terme n'est pas infaillible et comporte certaines faiblesses et limites qu'il est important de notifier. Penman (2003) mettait en avant que ces mesures « book to book⁵ » n'intègrent pas le coût du capital : une entreprise peut ainsi afficher un ROE élevé tout en détruisant de la valeur pour ses actionnaires si le coût des fonds propres dépasse son rendement comptable. Par ailleurs, Yook (2000) rappelle que les amortissements ainsi que les provisions exceptionnelles peuvent gravement biaiser les indicateurs post-fusion car elles sont souvent exclues des calculs réalisés. Tout comme les event studies, les analyses comptables sont sensibles et varient en fonction de différents facteurs, tels que les périodes étudiées, la zone géographique, le choix des ratios retenus, la méthodologie statistique employée, ... King et al. (2004) nous expliquaient que se concentrer sur une seule

⁵ Les mesures « book to book » font référence à une méthode d'évaluation purement comptable de la performance qui compare uniquement des données comptables (book values) d'une entreprise avant et après une opération de F&A.

dimension comptable peut occulter d'autres aspects tout aussi déterminants de la performance post-acquisition. De plus, selon Meeks & Meeks (2020), il existerait souvent une surévaluation du ROE et de l'EPS⁶ par rapport à l'amélioration réelle de la performance opérationnelle, créant une « apparence positive » (hausse du ROE et/ou de l'EPS) alors que le ROA, indicateur plus direct de l'efficacité opérationnelle, ne progresse pas.

Les EVA ou Valeur Economique Ajoutée

Face aux limites de ces approches traditionnelles, certains chercheurs (Sirower & O'Bryne, 1998) se sont penchés sur la création d'une nouvelle méthode d'évaluation. Celle-ci a été reprise par certains auteurs contemporains mais reste, néanmoins, moins utilisée que les *event studies* et analyses comptables. En effet, l'EVA est moins présente dans la littérature académique car elle nécessite des données financières très détaillées (capital investi, coût moyen pondéré du capital, WACC, ...) qui ne sont pas toujours accessibles. Les chercheurs privilégient donc les *event studies* (données de marché facilement accessibles) et les analyses comptables classiques (ROA, ROE, EBITDA...), plus simples à calculer et mieux ancrées dans la littérature.

Sirower et O'Byrne (1998) ont ainsi proposé des méthodologies fondées sur l'EVA ajustée aux primes d'acquisition, montrant une forte corrélation entre la réaction boursière à court terme et la performance économique à long terme. Ces auteurs ont donc adapté la formule de l'EVA en proposant celle-ci : $\Delta EVA_{requis} = (1+c) (c \times c) \times FGV \Leftrightarrow \Delta EVA_{requis} = (1 + \text{coût du capital}) \times (\text{coût du capital} \times \text{coefficient d'investissement}) \times \text{valeur des synergies promises (ou survaleur payée)}$. En effet, Sirower et O'Byrne (1998) ont montré que 66% des acquisitions étudiées avaient déclenché une réaction boursière négative moyenne de -3,6% dès l'annonce de l'intention d'acquérir une autre firme. Ils ont également conclu qu'une prime d'acquisition, lorsqu'elle excédait 30% réduisait drastiquement les chances pour l'entreprise acquéreuse de créer de la valeur. Pour finir, ces deux auteurs ont également analysé l'évolution de l'EVA sur le court et long terme suivant l'opération de F&A et sont arrivés à la conclusion que : à court terme (1-2 ans), une dégradation systématique de l'EVA dans la majorité des cas étudiés est observable. Et cette dégradation s'explique par les coûts d'intégration cachés et la difficulté à réaliser rapidement les synergies promises.

Nous retrouvons ainsi Yook (2000), Bild et al. (2010), Kolar (2018) ou encore Aggarwal Gulatin et Garg (2022) qui ont utilisés des mesures alternatives fondées sur la notion de profit économique ou de Valeur Economique Ajoutée (EVA). L'EVA mesure la performance économique réelle en soustrayant le coût du capital (coût moyen pondéré du capital, ou WACC) du bénéfice net d'exploitation après impôts (NOPAT) ; ce qui nous donne cette formule : $EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Capital Investi})$. Cette méthode permet d'évaluer plus finement le véritable surplus créé ou détruit, car elle tient alors compte du coût du capital. Yook (2000), par exemple, montre en analysant 75 acquisitions différentes aux États-Unis, que celles-ci se traduisent par une destruction nette de valeur économique et ce, malgré des résultats comptables parfois flatteurs.

⁶ Earnings Per Share (EPS), ou bénéfice par action (en français) est un indicateur financier qui mesure le bénéfice net attribuable aux actionnaires ordinaires rapporté au nombre d'actions ordinaires en circulation. Formule : $EPS = (\text{Résultat net} - \text{Dividendes}) / \text{Nombre moyen d'actions en circulation}$

Plus récemment, pour cette troisième approche, nous avons les travaux de Bild et al. (2010). Ceux-ci appliquent le modèle de revenu résiduel à 303 F&A britanniques. Ils ont observé que le ROE augmentait de 2,6% suivant les opérations alors que les rendements boursiers analysés sur les trois années suivant l'annonce des transactions variaient de -1,7% à -15,6% et que l'EVA ajustée restait légèrement négative.

Ensuite, Kolar (2018) montre dans son étude, menée sur 49 transactions entre 2002 et 2013, que l'évolution de l'EVA post-fusion-acquisition est globalement négative par rapport au seuil d'amélioration requis pour justifier le prix payé, prime incluse. Celui-ci utilise des médianes pour effectuer ses calculs ; en médiane, les entreprises auraient dû générer +7,2 M\$ d'EVA par an sur cinq ans pour atteindre ce seuil. Or, la performance réelle observée révèle en N+1 un résultat dans le rouge avec -4,2 M\$, suivie d'un rebond marqué à +39,2 M\$ en N+2, puis d'un ralentissement à +2,5 M\$ en N+3. Les quatrième et cinquième année (N+4 et N+5) ont des résultats quasiment nuls (-0,4 M\$ et -0,9 M\$). Une fois la différence avec le benchmark calculée (EVA excédentaire) et actualisée par le coût du capital, le résultat cumulé conduit à une valeur capitalisée médiane de -162,7 M\$. Ce résultat indique que les gains synergétiques réels des entreprises acquéreuses ne suffisent pas à compenser le prix payé pour ces deals. Cet auteur identifie deux causes principales à cette sous-performance : d'une part, seule environ la moitié des entreprises parvient à enregistrer une EVA réellement positive après l'acquisition ; d'autre part, les synergies peuvent nécessiter plus de cinq ans pour se matérialiser pleinement (Kolar, 2018). L'auteur souligne néanmoins que certains facteurs influencent les résultats : les paiements en cash performent légèrement mieux que ceux en actions, mais demeurent négatifs ; les acquisitions assorties d'une forte prime sont les seules à générer une EVA excédentaire positive, justifiant ainsi le montant payé. En conclusion, Kolar (2018) affirme que la majorité des acquisitions détruisent de la valeur pour les firmes acquéreuses, à l'exception de quelques cas où le paiement d'une prime élevée s'accompagne d'une réelle création de valeur post-opération.

Enfin, Agrawal Gulati et Garg (2022), ont, quant à eux, analysé un échantillon de 108 entreprises indiennes sur des fenêtres à court, moyen et long terme autour de l'annonce du deal (-76 à + 20 jours). Ces auteurs ont observé des effets neutres voire nuls sur le court terme post-deal. Cependant, ils observent une amélioration de l'EVA pour les firmes acquéreuses sur le long terme.

Quant à l'EVA sur le long terme (3-5 ans), Sirower & O'Bryne (1998) étaient arrivés à des résultats plus nuancés mais toujours pessimistes : seuls 31% des acquisitions montrent une amélioration suffisante pour justifier la prime payée. Les résultats de Kolar (2018) confirment ce qui est avancé par Sirower & O'Bryne (1998) et expliquent que malgré un pic important en N+2 post-deal, les gains s'amenuisent et tendent vers 0 sur le long terme entre N+3 et N+5. Cependant, Agrawal Gulati et Gard (2022) mettent en avant des résultats plus récents qui contredisent ceux de Sirower et O'Bryne (1998) sur le long terme. Car ces auteurs observent une amélioration de l'EVA sur le long terme.

Enfin, Bild et al. (2010) ont mis en exergue que cette méthode basée sur l'EVA n'est pas infallible non plus et comporte certaines limites. Ils pointent notamment du doigt que l'EVA est sujette à une grande sensibilité face aux hypothèses de WACC et d'évaluation du capital investi. De fait, le WACC dépend de paramètres volatiles comme le beta ou les primes de risque, ce qui signifie qu'une petite variation peut radicalement changer l'EVA calculée. Si le WACC est sous-estimé,

l'EVA sera artificiellement positive alors que l'opération détruit de la valeur. À l'inverse, un WACC surévalué masque des synergies réelles. De plus, Stern et O'Byrne (1998) mettent en évidence les difficultés pratiques de collecte des données nécessaires. Ces mises en garde montrent la nécessité d'aborder les résultats de ces trois méthodes de façon complémentaire et critique.

Les échantillons étudiés

Les premières études et premiers travaux académiques se sont d'abord concentrés sur les pays développés, et plus particulièrement sur les États-Unis et le Royaume-Uni, couvrant essentiellement la période 1970 à 1990. C'est à cette époque que la méthodologie des event studies de court terme (± 60 jours autour de l'annonce) s'est imposée, sous l'impulsion Jensen et Roll (1969), puis de Jensen et Ruback (1983) ou Agrawal et al. (1992), pour mesurer les Cumulative Abnormal Returns des acquéreurs et des cibles. Parallèlement, à partir du début des années 1980, Healy, Palepu & Ruback (1979-1983) et Ravenscraft & Scherer (1989) se sont penchés sur une démarche comptable et ont ainsi développé une méthodologie basée sur des analyses comptables à moyen et long terme (1 à 5 ans autour de la date de la transaction), comparant des indicateurs tels que le ROA, ROE, ROS, ... avant et après fusion.

Au cours des années 1990, on observe donc un intérêt accru pour des analyses sur le moyen et long terme. En effet, nous assistons à un renforcement des event studies à plus long terme (3-5 ans) avec l'apparition des Buy-and-Hold Abnormal Returns⁷ (BHAR) et l'utilisation de modèles à trois facteurs de Fama-French pour mieux contrôler les biais de mesure, tandis que la littérature comptable affine ses benchmarks en intégrant des mesures d'Economic Value Added (EVA) pour relier les gains opérationnels attendus aux primes versées. Ce n'est qu'à partir des années 2000 que l'on voit apparaître un intérêt accru dans les recherches concernant les différents facteurs exerçant une influence sur les performances post-deals tels que : la zone géographique, le type de transaction, le mode de financement, etc. Il y a également un intérêt nouveau concernant l'étude d'échantillon composé de PME réalisant des deals catégorisés en mid-cap et small-cap. C'est le cas, par exemple de Beckmann & Hutchinson (2020) qui ont analysé différents deals entre PME entre 2011 et 2013. Ou encore de Baur et Matzler (2014), dont l'étude est basée sur un échantillon de 106 PME des pays germanophones européens.

Plus récemment, à partir des années 2010, l'attention s'est davantage portée sur les marchés émergents : Grigorieva & Petrunina (2013) ont ainsi analysé un échantillon final de 80 opérations dans 23 pays en développement (Argentine, Brésil, Chine, Inde, Pologne, Russie, etc.), mesurant l'impact boursier sur 37 jours (-18 à +18) puis sur 200 jours (-240 à -40) autour de l'annonce.

En résumé, les années 1980-1990 ont été dominées par des event studies de court terme et par les premières analyses comptables de moyen/long terme aux États-Unis et au Royaume-Uni, suivies dans les années 1990 par des études européennes de grande ampleur et par l'introduction de modèles long-terme d'event studies et de mesures EVA, avant que les PME ainsi que les mid-cap, small-cap et les marchés émergents ne fassent l'objet d'investigations plus récentes. Cette progression méthodologique et géographique souligne l'évolution du champ et le besoin d'approches comparatives intégrant à la fois pays développés et émergents.

⁷ Le Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHAR) est un indicateur de performance boursière qui évalue sur long terme le rendement cumulé qu'un investisseur aurait pu obtenir en achetant une action à un instant t donné et en la conservant sur toute la période étudiée (buy and hold).

En somme, la littérature met en évidence une forte hétérogénéité des résultats selon les contextes, les méthodes utilisées et les variables retenues. Toutefois, les résultats convergent globalement sur un point : les fusions-acquisitions ne sont pas systématiquement créatrices de valeur, et une part importante des opérations conduit à des pertes pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse. Cette constatation renforce la nécessité d'une analyse rigoureuse des facteurs déterminants de la performance post-F&A, ainsi que du choix de la méthode empirique la plus pertinente pour les évaluer.

Hypothèses

Depuis les années 1970, la recherche sur la performance post-fusion a beaucoup exploré le sujet à travers une multitude d'études. Ces travaux se sont intéressés à différents indicateurs financiers, en observant l'impact des opérations sur des fenêtres temporelles courtes ainsi que longues, tout en examinant l'influence de variables telles que le mode de financement, la taille des sociétés ou encore leur rendement passé.

La majorité des études s'est concentrée sur les méga deals à travers différentes périodes et vagues de F&A sur le territoire américain et britannique. Il existe cependant quelques études relativement récentes ayant comme cible le marché européen. Nous pouvons notamment citer les travaux de Beckmann et Hutchinson (2020) qui ont analysé différents deals entre PME sur la période allant de 2011 à 2013, ou encore, Westman et Mildenberger (2021) qui ont analysé un échantillon de 7.633 deals et pré-deals entre entreprises européennes entre 2015 et 2019. Mais également Kalinowska et Mielcarz (2014) qui se sont penchés sur 77 transactions provenant de l'Europe de l'Est entre 2009 et 2010 ainsi qu'Alsharairi et al. (2015) qui ont analysé 1.320 opérations entre 2003 et 2012.

Toutefois, rares sont les travaux qui se sont penchés spécifiquement sur l'analyse comptable des performances opérationnelles des acquéreurs. Et plus précisément sur les entreprises européennes sur le long terme, en mobilisant simultanément plusieurs ratios (EBITDA, rotation des actifs, variations du BFR) et en couvrant la période allant de 2010 à 2015. Cette période est pourtant particulièrement intéressante à étudier car, en Europe, (voir Annexe 1) nous avons pu observer une évolution marquée du nombre et de la valeur des opérations de F&A au début des années 2010, portée par la reprise économique à la suite de la crise des subprimes de 2008. Cette forte augmentation est ensuite suivie d'un léger ralentissement entre 2013 et 2015. Cette fenêtre temporelle, allant de 2010 à 2015, est donc composée de plusieurs phases (croissance, contraction puis reprise) et offre, ainsi, un cadre d'analyse plus riche qu'une période caractérisée uniquement par une tendance haussière ou baissière.

Les recherches antérieures offrent des résultats souvent contradictoires (comme nous avons pu le démontrer dans notre revue de littérature précédemment) : certaines mettent en évidence des gains de productivité et de rentabilité à court terme, d'autres soulignent des pressions sur le fonds de roulement ou une érosion des marges après l'intégration de l'entreprise cible. Par ailleurs, la littérature analyse généralement des indicateurs isolés (ROA et/ou flux de trésorerie) sans pour autant étudier simultanément l'EBITDA, l'efficacité des actifs et les fluctuations du BFR. Cette démarche peut entraîner des résultats tronqués, comme nous l'avons expliqué dans notre méthodologie.

Les auteurs ont souvent privilégié l'analyse d'indicateurs isolés pour des raisons à la fois méthodologiques et pratiques. D'une part, certains ratios comme le ROA ou le ROE sont plus facilement disponibles dans les bases de données financières et sont également plus faciles à comparer entre différentes entreprises ou différents pays, contrairement à d'autres mesures comme l'EBITDA ou le BFR, dont la publication est moins systématique et le calcul plus variable selon les normes comptables. D'autre part, chaque indicateur reflète un aspect précis de la performance (rentabilité, efficacité opérationnelle, liquidité, etc.), ce qui peut inciter les chercheurs à retenir celui qui correspond le mieux à leur hypothèse de recherche. Enfin, l'étude

simultanée de plusieurs indicateurs impliquerait des méthodologies plus complexes, intégrant des modèles multi-variables et des ajustements sectoriels, ce qui accroît le risque d'erreurs statistiques et complique l'interprétation des résultats.

Ce travail, à partir de ce constat, a donc pour but de compléter cette lacune tant en termes d'analyse sur cet espace géographique et fenêtre temporelle qu'en termes de méthodologie. Pour ce faire nous utilisons différents ratios ajustés en nous penchant, simultanément, sur plusieurs facteurs qui sont susceptibles d'influencer lesdites performances suivant une opération de F&A. Nous retenons comme facteurs d'étude et de comparaison les performances de l'entreprise vs celles de son secteur, les types de deals (domestiques vs transfrontaliers) et enfin les méthodes de financement (actions vs liquidités vs mixtes). A partir de cela, nous avons formulé les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : Les opérations de fusions-acquisitions ont un impact général négatif sur les performances des entreprises européennes.

Il n'existe pas de modèle théorique unanime permettant de prédire avec certitude l'impact des opérations de fusions-acquisitions sur la performance des entreprises européennes. Cependant, bon nombre d'études et d'analyses, comme précédemment expliqué, ont déjà vu le jour à ce sujet. Toutes emploient différentes méthodologies, fenêtres temporelles, zones géographiques et différents ratios. Il n'existe donc pas une seule et unique méthode théorique qui prévaut sur toutes les autres, car celle-ci étudient toutes différents facteurs et différentes choses. Cette pluralité d'études, de méthodologies, de ratios, ... peut entraîner différents résultats sans pour autant qu'ils soient invalides. Cette absence de consensus théorique révèle la complexité résultant de ces opérations. En conclusion, il y a donc bien une nécessité d'adopter une approche empirique rigoureuse pour évaluer les effets sur la création et ou la destruction de valeur.

D'un côté, les opérations de fusions-acquisitions devraient théoriquement conduire à une création de valeur significative grâce au potentiel élevé de synergies résultant de l'optimisation des ressources, de la diminution de la concurrence sur le marché, et de l'exploitation d'économies d'échelle et de gamme. Les entreprises acquéreuses et cibles peuvent ainsi potentiellement bénéficier de l'accès à de nouveaux marchés, technologies, et compétences managériales, ainsi que d'une amélioration de leur position concurrentielle. Toujours sur le plan théorique, les opérations de F&A devraient permettre une meilleure gestion des ressources détenues par les entreprises et ainsi faire en sorte d'augmenter les performances opérationnelles des entreprises mais également de générer des gains pour les actionnaires de celles-ci.

D'un autre côté, ce genre de transactions font également face à de nombreuses difficultés. Car il n'est pas si simple d'acquérir une entreprise. Les difficultés sont multiples ; allant de la simple asymétrie informationnelle entre les acteurs aux difficultés d'intégration liées aux différences culturelles. Nous pouvons également inclure les coûts de transaction élevés, la mauvaise évaluation des primes d'acquisition à verser, et les problèmes de coordination post-fusion qui peuvent également ralentir ou détruire la performance globale des entreprises. Ces obstacles pratiques se heurtent fréquemment à des surcoûts d'intégration ou à des moyens de financement inappropriés, compromettant ainsi la réalisation des synergies théoriques.

Pour citer quelques exemples : Kolar (2018) a analysé 49 transactions ayant eu lieu entre 2002 et 2013, cet auteur révèle que l'évolution de la Valeur Économique Ajoutée (EVA) post-acquisition est globalement négative. Comme mentionné précédemment, les entreprises auraient dû générer un excédent annuel de +7,2 M\$ d'EVA sur cinq ans pour justifier l'investissement initial. Toutefois, les résultats observés montrent un déficit dès la première année (-4,2 M\$), suivi d'un pic temporaire en N+2 (+39,2 M\$), puis d'un déclin rapide aboutissant à des niveaux quasi nuls en N+4 et N+5. Ces données soulignent la difficulté persistante à transformer les synergies annoncées en gains tangibles (Kolar, 2018).

Par ailleurs, Borodin et al. (2020) ont étudié 138 opérations menées aux États-Unis et en Europe entre 2014 et 2018, constatant une détérioration significative de l'efficacité opérationnelle après l'acquisition. Le ratio EBIT/Chiffre d'affaires a reculé en moyenne de -6,8 % pour les acquéreurs américains et de -5,3 % pour les européens, reflétant une érosion marquée de la performance économique. Ces résultats confirment que, malgré une appréciation boursière à court terme de la cible, les bénéfices attendus par l'acquéreur ne se concrétisent pas et peuvent même se transformer en pertes.

Enfin, Rohra (2023) établit dans son étude que les fusions-acquisitions entraînent en moyenne une destruction de valeur et de performance pour les entreprises acquéreuses. Il identifie également des facteurs aggravants, tels que le mode de financement et le niveau des primes versées, qui amplifient systématiquement cette destruction de valeur.

En définitive, ces différentes études (anciennes et récentes) confirment que, malgré des promesses initiales de création de valeur, une proportion importante de fusions-acquisitions se traduit par une baisse de performance et de valeur pour l'acquéreur, que ce soit en termes boursiers, comptables ou économiques, et que les synergies sont rarement, entièrement, réalisées.

Les travaux de Ravaonorohanta (2016) ainsi que Rohra (2023) coïncident ces résultats en mettant en évidence une surestimation récurrente des synergies et des primes d'acquisition trop élevées. En effet, les synergies réellement réalisées ne représentent qu'un tiers, voire parfois moins, des gains anticipés (Ravaonorohanta, 2016). Ces résultats démontrent des difficultés d'intégration culturelles et managériales qui ont également été soulignées par d'autres auteurs (Junni & Teerikangas, 2019). Tous ces travaux et cette littérature démontrent la persistance de ces problématiques à travers le temps et à travers différents contextes géographiques.

Cependant, si nous nous concentrons sur le contexte européen, plusieurs facteurs peuvent augmenter ces effets négatifs et justifier une approche plus prudente des bénéfices attendus des fusions-acquisitions. Nous devons prendre en compte la diversité réglementaire, les différences de gouvernance d'entreprise entre pays, l'environnement social européen complexe qui est chapeauté par la Commission européenne, rigoureuse institution de contrôle des opérations de fusions et acquisitions. Des travaux qui se sont concentré sur le marché européen, notamment ceux de Gugler et al. (2003), Goergen et Renneboog (2004), Beccalli & Frantz (2009), Grigorieva et Petrunina (2013) ainsi que Sbai (2017) confirment ces différents faits et théories et expriment parfois même une aggravation de ces phénomènes lorsqu'ils sont analysés et comparés au marché américain ou aux marchés émergents. Les études de Martynova & Renneboog (2008) résument très bien la littérature existante sur le sujet et renforcent cette conclusion en mettant

en lumière que, malgré des gains immédiats pour les entreprises cibles, les acquéreurs européens subissent souvent, à moyen et long terme, une destruction de valeur. D'autres études empiriques sur les entreprises européennes montrent que les bénéfices théoriques se heurtent systématiquement aux réalités opérationnelles du contexte européen (Kalinowska & Mielcarz, 2014 ; Alsharairi & al., 2015 ; Beckmann & Hutchinson, 2020 ; Westman & Mildemberger, 2021).

Dans une perspective de création de valeur, les indicateurs les plus pertinents combinent la rentabilité brute, l'efficacité des actifs et la gestion de trésorerie. L'utilisation de ratios financiers spécifiquement sélectionnés permet d'évaluer de manière objective l'impact réel des opérations de fusions-acquisitions sur la performance des entreprises. Le niveau de performance nécessaire devrait être plus élevé si l'entreprise présente des difficultés d'intégration culturelle, si la prime payée est excessive ou si les systèmes organisationnels sont incompatibles ; autant de facteurs particulièrement prévalents dans le contexte européen hétérogène.

Suivant cette littérature empirique et en considérant les spécificités du contexte européen, nous nous attendons à ce que les coûts potentiels des opérations de fusions-acquisitions dépassent les bénéfices théoriques dans notre échantillon d'entreprises européennes. Par conséquent, nous avons développé cette première hypothèse stipulant que les fusions et acquisitions ont un impact général négatif sur les performances opérationnelles des entreprises européennes.

Hypothèse 2 : Les opérations de fusions-acquisitions financées par une combinaison d'actions et de liquidités affichent de meilleures performances que celles financées uniquement par des actions ou uniquement par des liquidités.

Le choix du mode de financement d'une fusion-acquisition influence directement la perception des marchés et la capacité de l'acquéreur à mobiliser des ressources pour intégrer la cible. De fait, Rani (2019) explique que le mode de financement choisi a un impact significatif sur le reste du déroulement de toute l'opération de F&A. Chaque méthode de paiement présente des avantages théoriques distincts mais également des inconvénients significatifs qui peuvent compromettre la performance post-acquisition.

D'un côté, le financement par actions présente plusieurs avantages. Théoriquement, il devrait permettre à l'entreprise acquéreuse de préserver sa trésorerie pour financer les synergies opérationnelles et ainsi éviter une augmentation, voire une explosion de sa dette. Selon la théorie des opportunités d'investissement (Martin, 1996), si une entreprise dispose d'un nombre suffisant d'opportunités d'investissement qui lui semblent rentables, elle sera plus encline à utiliser des actions pour économiser des liquidités. De plus, cette méthode évite les contraintes liées à l'endettement et maintient la flexibilité financière de l'entreprise. Cependant, un paiement entièrement réalisé en actions peut envoyer un signal de surévaluation des titres de l'acquéreur car les dirigeants ont toujours tendance à payer en actions lorsqu'ils estiment que celles-ci sont surévaluées ; Travlos (1987) affirmait déjà cela il y a plus de 50 ans et cette déclaration est confirmée par les résultats de Borodin et al. (2020). Cette perception négative peut entraîner une dilution significative du capital et des rendements anormaux négatifs plus marqués (-1 % à -3 %) selon Bradley et Sundaram (2006). Une autre justification théorique de la valeur créée plus faible dans les transactions en actions réside dans le fait qu'une société ne dispose pas toujours des actions nécessaires et est obligée d'émettre de nouvelles actions pour financer l'acquisition, ce

qui entraîne une dilution des actions pour les actionnaires actuels et réduit leur pouvoir de décision. Cette dilution ne plaît, généralement pas aux actionnaires ; ceux-ci devraient dès lors avoir une tendance à favoriser le financement en liquidités.

D'autre part, le financement exclusivement en numéraire présente également des bénéfices théoriques qui sont non négligeables. Un paiement en liquidités est généralement mieux perçu par les marchés (King & al., 2004 ; Bradley & Sundaram, 2006 ; Beccalli & Frantz, 2009 ; Borodin et al., 2020) car il aura tendance à véhiculer un signal de confiance de la part de l'acquéreur et permet également d'éviter les problèmes de dilution actionnariale. Cette méthode permet également de réaliser l'acquisition sans dépendre de la volatilité du cours de l'action de l'acquéreur et offre une certitude de prix pour la cible. Néanmoins, un financement exclusivement en numéraire oblige l'entreprise à s'endetter bien souvent lourdement. Cet endettement peut alourdir son profil de risque, dégrader sa notation de crédit et limiter sa capacité d'investissement dans les années qui vont suivre cette acquisition. Cette contrainte financière peut épuiser la trésorerie, réduire la flexibilité financière et accroître le coût de la dette, surtout si le niveau d'endettement devient trop élevé (Dong et al., 1996 ; Borodin & al., 2020 ; Rohra, 2023). L'entreprise se trouve alors dans une position financière fragilisée pour gérer l'intégration post-acquisition.

Finalement, le financement mixte, combinant actions et liquidités, apparaît comme une solution optimale qui permet de limiter les inconvénients des deux approches pures et de saisir les opportunités que ces deux modes de financement ont à offrir. En privilégiant une structure mixte, l'entreprise peut réduire la dilution pour les actionnaires existants tout en conservant une partie de ses fonds propres pour soutenir l'effort d'intégration. Cette démarche va donc théoriquement plaire aux actionnaires de l'entreprise désireuse d'en acquérir une autre. Cette approche atténue également le signal de surévaluation associé aux paiements purs en actions et optimise le coût moyen pondéré du capital (Martin, 1996). De même, elle amortit l'impact sur le levier financier et préserve une marge de manœuvre pour financer les synergies opérationnelles.

Les résultats de la recherche existante sur les méthodes de financement sont principalement concentrés sur la comparaison entre paiements en actions et en numéraire (Martynova & Renneboog, 2006 ; Grigorieva & Petrunina, 2013 ; Thomson & Kim, 2020 ; Borodin & al., 2020 ; Rohra, 2023). Les méthodes de paiements mixtes (Kalinowska & Mielcarz, 2014) sont, cependant, moins fréquemment étudiées dans les études empiriques que les financements 100% en actions ou 100% en numéraire. Cette lacune dans la littérature justifie notre approche qui prend en compte les transactions avec des paiements mixtes, contrairement à nos prédécesseurs qui se sont exclusivement concentrés sur les paiements en actions ou en numéraire purs. Cette anticipation combine deux effets complémentaires : d'une part, le paiement en numéraire limite la prime dilutive associée à l'émission de nouvelles actions. D'autre part, cette alternative mixte permet à l'acquéreur d'arbitrer entre dilution et endettement. En alliant la confiance que véhicule l'apport de numéraire et la flexibilité offerte par l'émission d'actions, le financement mixte devrait ainsi réduire à la fois le coût du capital et la perception de risque d'endettement, favorisant une création de valeur plus équilibrée pour l'acquéreur. Ce compromis permet de mieux équilibrer les risques financiers mais aussi opérationnels. Cette démarche permet également, sur le plan théorique, de relever la crédibilité du projet aux yeux des investisseurs et de préserver la capacité d'investissement post-deal de l'entreprise. C'est donc sur base de tous ces éléments que nous

avons défini notre deuxième hypothèse : Les opérations de fusions-acquisitions financées par une méthode mixte vont permettre aux entreprises acquéreuse de réaliser de meilleures performances que celles financées uniquement par des actions ou uniquement en numéraire.

Hypothèse 3 : Les entreprises européennes réalisant des opérations de fusions-acquisitions domestiques ont de meilleures performances que les entreprises européennes qui optent pour des transactions transfrontalières.

Tout d'abord, même si cela peut sembler contre-intuitif par rapport à cette troisième hypothèse, il est légitime de penser que les acquisitions transfrontalières devraient théoriquement mener à une plus grande création de valeur grâce aux synergies liées à la diversification géographique et à l'accès à de nouveaux marchés. De plus, le fait de se diversifier en réalisant des F&A à l'étranger peut permettre à la firme acquéreuse de changer de régime fiscal et juridique et donc de bénéficier de meilleurs avantages. Enfin, un troisième facteur théorique faisant pencher la balance du côté des transactions transfrontalières est l'argument d'un pouvoir accru sur le marché. En se diversifiant à l'étranger, les entreprises deviennent plus compétitives et vont donc pouvoir tirer avec plus de facilité leur épingle du jeu et contrecarrer la concurrence à laquelle elles font face.

Cependant, nous pensons que des transactions entre entreprises résidant dans différents pays sont plus complexes à mettre en place notamment à cause des différences interculturelles et réglementaires qui varient alors beaucoup plus. Cette difficulté persiste malgré le cadre facilitant de l'Espace Économique Européen (EEE), où des différences (notamment de juridictions, de régimes fiscaux et de cultures d'entreprise) continuent de complexifier les opérations de fusions et acquisitions. Ainsi, une asymétrie informationnelle plus importante entre les entreprises participantes de différents pays peut sérieusement compliquer la réalisation des améliorations opérationnelles attendues. Les coûts de due diligence sont également plus importants à cause de la distance géographique et des barrières linguistiques. Les défis d'intégration post-acquisition sont accentués par les divergences dans les pratiques managériales, les systèmes de gouvernance, et les environnements juridiques. Enfin, la coordination à distance et la gestion interculturelle génèrent des complexités supplémentaires qui peuvent compromettre la réalisation des synergies annoncées.

Les avis divergent donc sur cette question et les résultats sont très variés. Nous pouvons même dire qu'ils se contredisent entre les différentes études menées par nos prédécesseurs. Certains auteurs démontrent que les transactions transfrontalières conduisent à des améliorations de performance significativement inférieures par rapport aux acquisitions domestiques (Moeller & Schlingemann, 2005 ; Beccalli & Frantz 2009 ; Rani et al., 2015). Conn et al. (2005) ainsi que Grigorieva et Petrunina (2013) trouvent que les acquéreurs dans les transactions transfrontalières subissent des rendements anormaux négatifs plus importants que dans les acquisitions domestiques. Inversement, Gugler et al. (2003) ne trouvent pas de différence significative entre la performance des transactions transfrontalières et domestiques, illustrant bien cette contradiction dans la littérature.

Par ailleurs, les acquisitions domestiques bénéficient d'une meilleure connaissance mutuelle des entreprises, d'un environnement réglementaire familier, et de proximités culturelles et

institutionnelles qui facilitent l'intégration. Les coûts de transaction sont généralement plus faibles, et les synergies opérationnelles plus facilement réalisables grâce à une meilleure compréhension des marchés locaux et des pratiques sectorielles. Toutes ces raisons permettent donc une meilleure interaction entre les acteurs mais également une intégration sur le plan théorique avec plus de facilité. Ceci a comme conséquence finale de permettre une mobilisation et allocation plus efficace des ressources, une meilleure performance opérationnelle entre les acteurs et finalement une création de valeur plus aisée pour les actionnaires.

Nous émettons donc l'hypothèse suivante : les opérations domestiques européennes génèrent de meilleures performances que les transactions transfrontalières. Suivant cette analyse et considérant les spécificités du contexte européen, nous nous attendons à ce que les coûts potentiels des acquisitions transfrontalières compensent et dépassent leurs bénéfices théoriques par rapport aux acquisitions domestiques dans notre échantillon d'entreprises européennes. L'analyse comparative utilisant nos quatre ratios financiers permettra d'évaluer rigoureusement cette différence de performance entre les deux types d'opérations de F&A.

Méthodologie

Ce mémoire, reposant sur une analyse comptable, vise à évaluer l'impact des opérations de fusions-acquisitions sur la performance opérationnelle des entreprises à long terme. Nous nous sommes principalement appuyés sur les travaux de Martynova et al. (2007), Perepeczo (2007), Thanos & Papadakis (2012), Grigorieva & Petrunina (2013), Sbai (2013 ; 2017), Junni et Teerikangas (2019), Hajiyeva (2020), Borodin et al. (2020), Westman et Mildemberger (2021), etc. afin de mettre sur pied notre méthodologie. Cette analyse comptable approfondie se concentre sur les changements de performance opérationnelle avant et après les F&A en mobilisant différents ratios.

Echantillon

Depuis l'an 2000, plus de 790.000 transactions ont été annoncées dans le monde pour une valeur connue de 57.000 milliards USD (IMAA, 2025). En Europe, nous pouvons observer sur le graphique de la Figure 1 ci-dessous l'évolution du nombre et de la valeur des opérations de fusions et acquisitions ; celle-ci est marquée par une hausse au début des années 2010, portée par la reprise économique post-crise des subprimes en 2008. Elle est ensuite suivie d'une baisse du nombre de transactions entre 2011 et 2013. Cette baisse est le fruit de différents facteurs : en premier lieu, le choc de la crise des dettes souveraines où nous assistons à une explosion des primes de risque et une augmentation d'un sentiment d'incertitude quant à l'avenir et l'équilibre des marchés financiers (Simon, 2012). En deuxième lieu, la diminution du crédit, à la suite à cette crise souveraine et au durcissement des standards de prêt pour les entreprises (European Central Bank, 2012). Et, en dernier lieu, la zone euro a connu une récession avec un recul du PIB. En effet, l'activité économique a diminué de 0,6% au quatrième trimestre de l'année 2012, marquant une année de contraction qui a été causée par la crise de la dette et les politiques d'austérité qui visaient à réduire les déficits publics (Fouquet, 2013).

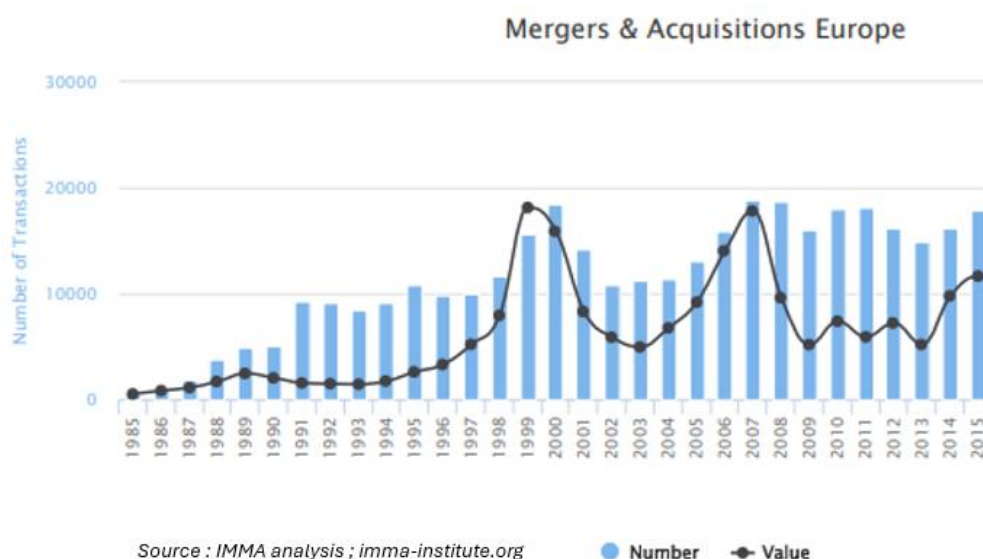


Figure 1 : Evolution du nombre de transaction en Europe

Ce n'est qu'à partir de 2014 que l'activité repart à la hausse, tant en volume qu'en valeur. Du fait de ces hausses et baisses, cette période est d'autant plus intéressante à observer. De plus, cette période n'a pas encore à notre connaissance été le fruit d'analyse concernant les transactions de fusions et acquisitions. Sur la période 2010 à 2015, nous observons en Europe un total de 101.341 deals de fusions et acquisitions pour une valeur totale de 5.173,70 Md €.

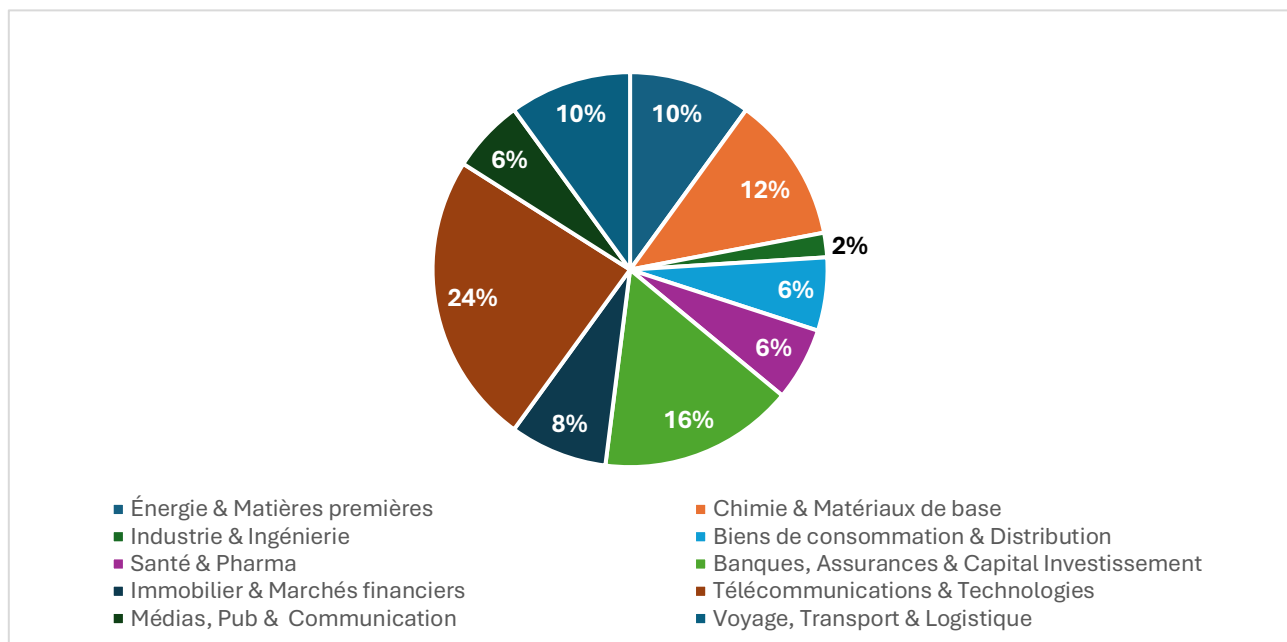
Nous avons donc constitué notre échantillon selon une méthode que l'on pourrait qualifier d'entonnoir : nous sommes partis d'un très large échantillon et, au fur et à mesure que nous ajoutons des critères, nous avons réduit la taille de celui-ci jusqu'à obtenir notre échantillon final. Nous avons donc commencé en prenant tous les deals ayant eu lieu en Europe. Ensuite, nous avons décidé de réduire notre échantillon en prenant une fenêtre temporelle bien définie allant de 2010 à 2015 (comme expliqué ci-dessus). Puis, nous avons appliqué un seuil minimal concernant la valeur des différentes transactions. En effet, nous avons décidé de nous concentrer uniquement sur les méga-deals ainsi que les mid-cap deals. Nous avons donc établi un seuil plancher de 10 millions \$.

Notre prochain critère est le suivant : ces entreprises (tant l'acquéreuse que la cible) doivent être cotées en bourse à cette période-là. Ce critère nous permet non seulement d'avoir plus facilement accès aux données financières étant donné qu'elles sont publiques, mais également de nous laisser l'opportunité de réaliser si nous le désirons, une event study complémentaire sur les rendements boursiers des acquéreurs et cibles.

Enfin, notre dernier critère, qui a été le plus éliminatoire, est la transparence et l'accessibilité des données comptables et financières. En effet, nous avons uniquement conservé les entreprises et filiales dont les informations étaient publiques et accessibles. Ce dernier critère nous a conduit à recouper rapports annuels, bases de données financières et archives en ligne (Researchgate.net, fr.statista.com, IMMA-institute.org, Pitchbook.com, M&A monitor.co.uk, Les Echos, cfnews.net, ...). Notre étude s'appuie exclusivement sur des bases de données en accès libre, sans recours à des plateformes premium nécessitant une souscription payante.

Au terme de cette méthodologie dite de l'entonnoir, nous avons réussi à dégager un échantillon final de 50 opérations de F&A, couvrant 100 entreprises au total (Voir Figure 5).

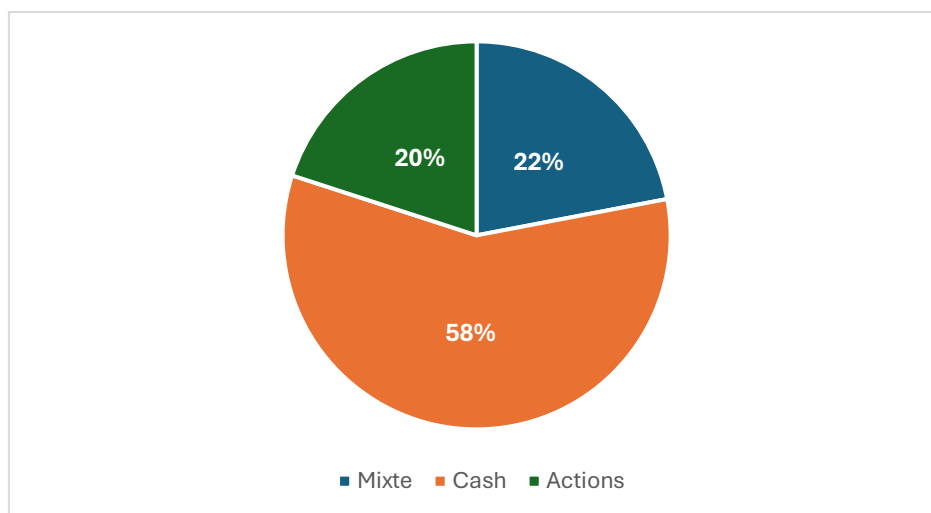
Figure 2 : Répartition sectorielle de l'échantillon



Notre échantillon se compose donc de 50 opérations de F&A que nous avons réparties en dix secteurs différents (Voir Figure 2, ci-dessus). L'industrie des Télécommunications & Technologies y occupe la plus importante part avec 24% des deals. Celle-ci est suivie par celle des Banques, Assurances et Capital-investissement à 16%. Puis nous avons le secteur de la Chimie et Matériaux de base qui représente 12% de notre échantillon. Tandis que les industries de l'Energie & Matières premières ainsi que du Voyage, Transport & Logistique pèsent chacune pour 10%. Nous avons ensuite L'Immobilier & les Marchés financiers qui totalisent 8% des deals. Viennent enfin, les Biens de consommation & Distribution, la Santé et les produits Pharma ainsi que les Médias, Pub & Communication qui sont à hauteur de 6% chacun. En dernier lieu, nous avons le secteur de l'Industrie & Ingénierie qui est le moins représenté avec seulement 2% des opérations. Le fait d'avoir réparti notre échantillon en dix secteurs différents nous permet d'avoir une répartition qui offre une vision équilibrée et complète du marché, allant des secteurs technologiques et financiers aux industries plus traditionnelles, et permet de vérifier la robustesse de nos conclusions dans des contextes très variés.

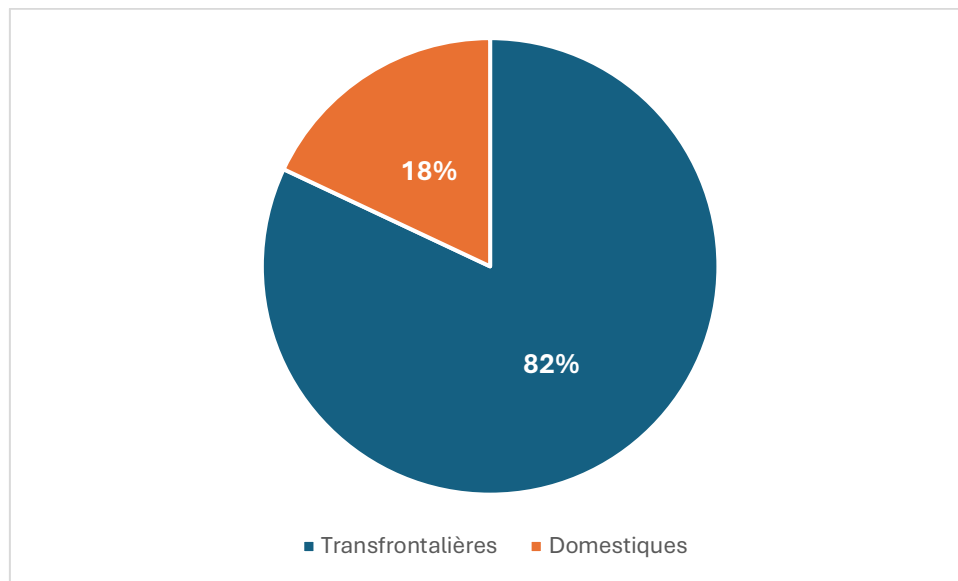
Si nous nous penchons sur certains échantillons issus de la littérature existante, nous remarquons que les secteurs industriels, technologiques ainsi que financiers sont les plus actifs en termes de transactions de F&A. C'est ce que L'Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (2021) ainsi que Bradley & Sundaram (2006) affirment en expliquant que c'est une observation qui a lieu depuis ces 35 dernières années à travers le monde. Cette tendance se reflète parfaitement dans notre échantillon.

Figure 3 : répartition de l'échantillon par moyen de paiement



Cet échantillon de 50 transactions, une fois réparti par moyens de paiements, est constitué d'une écrasante majorité de financement en cash, à hauteur de 58%. Nous comptons ensuite 20% de deals financés par actions et enfin 22% en mixtes (voir Figure 3, ci-dessus). Concernant la constitution selon le type de transaction, notre échantillon est réparti de la manière suivante : 82% de deals transfrontaliers et seulement 18% de deals domestiques (voir Figure 4, ci-dessous).

Figure 4 : Répartition de l'échantillon selon le type de transaction



Cette répartition rejoint partiellement les tendances historiques qui sont présentes dans la littérature académique. Nous avons, par exemple, l'échantillon de Devos et al. (2005) où 264 transactions ont été étudiées et parmi lesquelles 62% d'entre-elles incluaient un financement 100% en cash. Notre étude confirme également la prédominance des modes de paiement en numéraire. Toutefois, notre taux de cash pur (58%) excède significativement les 36% observés par Thomson et Kim (2020) pour les M&A américaines entre 1990 et 2016. Cette divergence entre notre répartition et celle de Thomson et Kim (2020) pourrait s'expliquer par la forte proportion de deals transfrontaliers dans notre échantillon (82%) et où le cash est souvent privilégié pour sa neutralité juridique. De plus, Bradley et Sundaram (2006) mettent en lumière qu'il y a une évolution, quant à la proportion de deals financés en cash et en actions entre 1990 et 1999. De fait, ils observent une baisse de 52% à 39% pour le cash entre 1990-1999 ainsi qu'une hausse de 19% à 28% pour les actions.

Données analysées

Comme déjà expliqué, nous avons rassemblé 50 opérations de F&A entre entreprises européennes cotées en bourse pour notre analyse. Celles-ci sont issues de différents secteurs (énergie, finance, chimie, santé, ...). Ces deals ont tous été annoncés entre 2010 et 2015 mais entre l'annonce et la réalisation avec le versement final, il peut se passer quelques mois, voire dans certains cas plusieurs années. En effet, ces 50 deals couvrent principalement la période entre 2010 et 2018.

Pour chaque entreprise, nous avons récolté les montants de chaque EBITDA, Chiffres d'affaires, Actifs totaux ainsi que BFR des deux années pré-deal ainsi que des deux années post-deal (à l'exception du BFR où nous sommes remonté jusqu'à trois années pré-deal afin de pouvoir réaliser les calculs qui nous ont servi afin d'obtenir nos Delta BFR) (voir Annexe 7). Chaque donnée comptable provient soigneusement des comptes annuels officiels des entreprises concernées, consultés soit sur leurs sites internet, soit sur des sites d'archives comme Annualreports.com et Macrotrends.net. L'EBITDA varie de -26.816 million \$ (Aegon en 2012) à

61.500 millions \$ (Shell UK en 2018) ; le chiffre d'affaires varie, quant à lui, de 256 millions \$ (Monex Group en 2010) à 459 599 millions \$ (Shell UK en 2013). Les actifs totaux sont compris entre 1.063 millions \$ (Norbert Dentressangle en 2009) et 3.651.172 millions \$ (Barclays en 2010). Enfin, les BFR ont des montants qui varient entre -258.045 millions \$ (Barclays en 2011) et 244.725 millions \$ (Barclays en 2014).

Ces extrêmes nous permettent déjà d'avoir une première image de la situation comptable de notre échantillon. En effet, ces montants illustrent d'un côté les entreprises géantes issues des secteurs de l'énergie et bancaires qui déploient et gèrent des masses d'actifs et de revenus très importants. D'un autre côté, nous percevons également que nous avons certaines structures qui ont des résultats en termes d'actifs gérés ou de revenus générés plus modestes et provenant des secteurs comme les médias, l'alimentaire & consommation ou le transport & voyage.

Parmi toutes ces entreprises, si nous nous penchons sur les variations extrêmes de ces données, nous remarquons qu'il y a une certaine tendance sectorielle. En effet, les plus fortes variations d'EBITDA pré- vs post-F&A concernent principalement le secteur des Telecoms & Technologies, où Liberty Global voit son EBITDA bondir de 4.721 millions \$ (en 2012) à 8.951 millions \$ (en 2016), reflétant ainsi les synergies opérationnelles et financières de ses opérations. A contrario, nous avons Aegon (secteur des banques et assurances) qui a un EBITDA ayant drastiquement chuté, passant de 1.972 millions \$ (en 2011) à -18.940 millions \$ (en 2015).

En ce qui concerne les mouvements des chiffres d'affaires, nous avons le secteur Santé & Pharma qui domine. En effet, pour prendre l'exemple type de ce secteur, Actavis/Allergan plc a vu son chiffre d'affaires passer de 5.915 millions \$ (en 2012) à 14.571 millions \$ (en 2016). D'un autre côté, nous avons Shell UK qui, certes, avait le chiffre d'affaires et l'EBITDA les plus élevés de notre échantillon mais est également l'entreprise ayant enregistré la plus forte baisse de CA : passant de 459.999 millions \$ (en 2013) à 396.556 millions \$ (en 2018). En matière de BFR, le secteur bancaire se distingue le plus, avec une forte tendance de croissance. Nous avons notamment Barclays dont le BFR qui passe de -248.689 millions \$ (en 2010) à un BFR positif de 244.725 millions \$ (en 2014) ; soit une augmentation de +493.414 millions \$. Ceci signale un accroissement des activités au sein de ce secteur. A l'opposé nous avons EQT VI du secteur du Capital-Investissement qui voit son BFR passer dans le rouge et chuter de 732 millions \$ (en 2013) à -69 millions \$ (en 2017).

En conclusion, l'analyse de ces variations extrêmes nous révèle que pour l'EBITDA, ce sont les Télécoms et Technologies qui enregistrent les plus fortes hausses, portées par les synergies post-fusions et acquisitions. A contrario, les Banques & Assurances subissent les chutes les plus brutales. Concernant le Chiffre d'affaires ce sont les entreprises provenant du secteur de la Santé & Pharma qui dominent avec de fortes croissances. A l'inverse, nous avons le secteur des Energies qui présente les plus fortes baisses malgré des volumes élevés pré-opérations. Enfin, en matière de BFR, le secteur Bancaire se distingue avec une hausse importante de cet indicateur, indiquant une hausse de l'activité et de l'intérêt pour ce secteur. Alors que le secteur du Capital-Investissement connaît un effondrement notable. Ces écarts reflètent l'impact des dynamiques sectorielles ainsi que des cycles économiques et des opérations de F&A sur les performances financières et comptables des entreprises.

Dès lors, il nous apparaît clair qu'il est fondamental d'effectuer une segmentation sectorielle afin d'interpréter correctement ces variations extrêmes. En effet, comme nous avons pu le voir, les indicateurs financiers (EBITDA, Chiffre d'affaires et BFR) n'évoluent pas dans un vide économique mais sont fortement influencés par les réalités macroéconomiques propres à chaque secteur. Les fusions et acquisitions sont fortement corrélées au secteur d'activité et le fait d'ignorer cette réalité conduirait inévitablement à des interprétations et résultats complètement biaisés. C'est pour cela que nous avons opté pour une approche méthodologique rigoureuse : nous avons analysé les ratios financiers au niveau individuel (propre à chaque entreprise). Dans un second temps, nous avons abordé ces mêmes ratios mais en les interprétant par secteur afin de dégager les effets influents des secteurs. Enfin, nous avons retiré ces effets sectoriels pour isoler la performance de chaque entreprise indépendamment des mouvements de son industrie.

Analyse comptable & mesures de performances opérationnelles

Dans notre étude comptable, nous nous concentrons exclusivement sur les 50 entreprises acquéreuses. En effet, dès qu'une société est rachetée, elle disparaît juridiquement et comptablement au sein de la firme acquéreuse : il n'existe donc pas de « post-fusion » autonome pour la cible. Analyser les comptes des sociétés cibles avant et après l'opération n'aurait dès lors aucun intérêt.

Dans cette continuité, nous avons défini une fenêtre temporelle couvrant les deux années précédant la réalisation effective de chaque transaction ainsi que les deux années après celle-ci. Nous avons délibérément exclu l'année effective où la transaction a eu lieu. Ceci afin d'éviter les effets exceptionnels liés aux coûts de restructuration et aux ajustements comptables, conformément aux recommandations de Martynova et al. (2007) et de Grigorieva & Petrunina (2013). Cette fenêtre temporelle de quatre années au total (deux années avant et deux années après la réalisation) a été justifiée comme suffisante par beaucoup d'auteurs. Grigorieva & Petrunina (2013) expliquent notamment que : « *deux années sont amplement suffisantes afin qu'une entreprise puisse réaliser toutes les synergies* ». Le fait d'analyser les résultats comptables et les performances de ces entreprises avant et après fusion nous permet en réalité de mesurer les changements de performances et, par conséquent, de déterminer l'impact des fusions et acquisitions.

Afin de comparer la performance opérationnelle avant et après la transaction, nous avons retenu quatre ratios : EBITDA/Chiffre d'Affaires, $(EBITDA - \Delta BFR)/Chiffre\ d'Affaires$, EBITDA/Actifs, $(EBITDA - \Delta BFR)/Actifs$. Ces ratios se calculent de cette manière :

- **EBITDA** = Résultat net comptable
 - + Charges financières
 - + Impôts et taxes
 - + Dotations aux amortissements et provisions.
- Ou alors : **EBITDA** = Chiffre d'affaires annuel hors taxes
 - Achats et charges externes
 - Charges de personnel
 - Autres charges

- **Chiffres d’Affaires** = Prix de vente x quantités vendues

- **BFR** = Actif circulant
- Passif circulant

$$\Leftrightarrow \text{BFR} = \text{Encours moyen des créances clients} \\ + \text{Stocks moyens} \\ - \text{Encours moyen des dettes fournisseurs}$$

Avec :

Actif Circulant Total = Stocks

- + Créances Clients
- + Autres Créances
- + Disponibilités

Passif Circulant Total = Dettes Fournisseurs

- + Dettes Fiscales & Sociales
- + Dettes sur Immobilisations (courante)
- + Autres Dettes

- **ΔBFR** = (BFR N) – (BFR N-1)

- **Total Actif** = Passif

+ Capitaux Propres

$$\Leftrightarrow \text{Total Actif} = \text{Actif Non Courant (Immobilisé)} \\ + \text{Actif Courant (Circulant)}$$

Nous avons décidé d'utiliser l'EBITDA comme numérateur plutôt que le Résultat Net. Car comme le soulignent très bien Healy et al. (1992), Martynova et al (2007), Devos et al. (2009) ainsi que Thanos & Papadakis (2012) dans leurs travaux, le calcul de l'EBITDA est plus standardisé entre les entreprises que le Résultat Net qui inclut des éléments non-récurrents. De plus, l'utilisation de l'EBITDA permet d'éliminer deux choses : l'impact des politiques d'amortissement et des méthodes comptables propres à chaque entreprise ainsi que les choix de financement de celles-ci (dette vs capitaux propres). En d'autres termes, le Résultat Net prend en compte la déduction des amortissements. Or, cette déduction des amortissements peut réduire artificiellement le Résultat Net et donc tronquer nos conclusions. De plus, le Résultat Net est calculé après la déduction des charges d'intérêts (liées à la dette utilisée pour l'acquisition, par exemple), ce qui va alors masquer la performance opérationnelle. Par conséquent, l'EBITDA est la meilleure des options.

Cependant, il est important de souligner que l'EBITDA comporte également certaines limites. En effet, celui-ci ignore les variations du besoin en fonds de roulement (BFR). Une entreprise peut donc avoir un EBITDA élevé mais un BFR qui se dégrade. De plus, l'EBITDA nous permet de mettre en lumière la rentabilité opérationnelle, mais ignore la dynamique de trésorerie. Afin de pallier cela, Borodin et al. (2020) expliquent qu'il est important de prendre en compte les variations du besoin en fonds de roulement (BFR) et de les inclure dans notre calcul en les soustrayant de notre EBITDA.

Quant au dénominateur, Grigorieva & Petrunina (2013) expliquent qu'il est préférable d'utiliser la valeur comptable des actifs plutôt que la valeur de marché. Cela permet d'éviter de prendre en compte de potentielles synergies qui auraient été prématurément anticipées.

Concernant le choix de ces quatre ratios, l'EBITDA/Chiffre d'Affaires nous permet de mesurer l'efficacité commerciale des entreprises en calculant la marge opérationnelle brute. L'(EBITDA - ΔBFR)/Chiffre d'Affaires nous permet d'abord de contrer la limite de l'utilisation seule de l'EBITDA mais également de mesurer la Marge de trésorerie opérationnelle. Notre troisième ratio, EBITDA/Actifs nous permet, quant à lui, de calculer la rentabilité des actifs (hors financement et amortissements). Et enfin, notre dernier ratio, (EBITDA - ΔBFR)/Actifs nous permet de quantifier le Cash-Flow généré par les actifs. En conclusion, ces quatre ratios sont importants pour analyser la performance financière pré- et post-acquisition, car ils combinent notamment rentabilité brute, efficience des actifs et gestion de trésorerie, tout en éliminant les biais comptables.

Les auteurs Grigorieva et Petrunina (2013) ainsi que Selcuk (2016) démontrent que les performances pré- et post-deal varient significativement selon les secteurs d'activité, soulignant ainsi l'impact déterminant du contexte sectoriel sur les résultats opérationnels et financiers. Il faut donc adapter nos formules en ajustant celles-ci avec l'effet sectoriel. Cet ajustement nous permet de savoir si la variation de performance post-F&A vient de l'acquisition elle-même ou simplement des tendances du secteur. Pour ce faire, Grigorieva & Petrunina (2013) ainsi que Selcuk (2016) nous présentent une méthode qui se déroule en deux étapes : la première consiste à calculer la médiane sectorielle du ratio EBITDA/Chiffre d'Affaires pour l'année t (en excluant l'entreprise i). Ensuite, il ne nous reste plus qu'à ajuster la performance de l'entreprise en appliquant ces formules à nos ratios :

$$\left(\frac{\text{EBITDA}}{\text{CA}}\right)_{\text{ajusté},i} = \left(\frac{\text{EBITDA}_i}{\text{CA}_i}\right) - \underbrace{\text{Médiane}_{\text{secteur}}\left(\frac{\text{EBITDA}}{\text{CA}}\right)}_{\text{Ajustement sectoriel}}$$

$$\left(\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{BFR}}{\text{CA}}\right)_{\text{ajusté},i} = \left(\frac{\text{EBITDA}_i - \Delta\text{BFR}_i}{\text{CA}_i}\right) - \underbrace{\text{Médiane}_{\text{secteur}}\left(\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{BFR}}{\text{CA}}\right)}_{\text{Ajustement sectoriel}}$$

$$\left(\frac{\text{EBITDA}}{\text{Actifs}}\right)_{\text{ajusté},i} = \left(\frac{\text{EBITDA}_i}{\text{Actifs}_i}\right) - \text{Médiane}_{\text{secteur}}\left(\frac{\text{EBITDA}}{\text{Actifs}}\right)$$

$$\left(\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{BFR}}{\text{Actifs}}\right)_{\text{ajusté},i} = \left(\frac{\text{EBITDA}_i - \Delta\text{BFR}_i}{\text{Actifs}_i}\right) - \text{Médiane}_{\text{secteur}}\left(\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{BFR}}{\text{Actifs}}\right)$$

En résumé, pour obtenir nos ratios ajustés aux effets sectoriels, il faut calculer la différence entre nos ratios de base et la médiane de ces mêmes ratios entre toutes les entreprises présentes au sein du secteur.

Finalement, en réalisant nos calculs, nous avons observé que l'utilisation des médianes pour nos différents ratios n'était finalement pas la méthode la plus adaptée. Notre échantillon initial de 50 sociétés acquéreuses est déjà relativement restreint, mais il est davantage subdivisé lorsque nous le segmentons par secteurs. Ceci nous donne donc des sous-échantillons de très petites tailles. Certes, Grigorieva & Petrunina (2013) préconisent l'usage de la médiane pour le calcul de ratios et de deltas et le justifiaient dans leurs travaux car celles-ci sont moins sensibles aux valeurs extrêmes. Toutefois, nos distributions sectorielles se révèlent majoritairement symétriques (il y a dans la majorité des cas une présence équilibrée de variations positives et négatives). Ceci a pour conséquence que les résultats de nos médianes tendent à produire des résultats nuls ou non représentatifs, comme le soulignait déjà Rohrbach (2014). Nous avons donc opté pour la moyenne. Il nous semble, cependant, important de préciser et insister que celle-ci

est plus sensible aux valeurs extrêmes. Mais malgré cela, différents auteurs ont également opté pour l'utilisation de moyennes dans leurs travaux. C'est le cas de Kolar (2018) qui utilise des médianes mais également des moyennes afin d'évaluer l'EVA post-acquisition pour son échantillon constitué de 49 transactions entre 2002 et 2013. Mais aussi Kaiss (2024), qui analyse un échantillon de 22 entreprises en 2022 en MENA. Il utilise des moyennes afin de réaliser le ROE post-deal de ces firmes acquéreuses.

Résultats

Table 1 : L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises

Afin de répondre à notre première hypothèse : *Les opérations de fusions-acquisitions ont un impact général négatif sur les performances des entreprises européennes*, nous avons commencé notre analyse en calculant les différentes valeurs pré et post-acquisitions de toutes les entreprises acquéreuses de notre échantillon. Pour ce faire, nous avons récolté toutes les informations telles que les EBITDA, Actifs Totaux, Chiffres d'Affaires ainsi que Besoins en Fonds de Roulement de ces entreprises, pour les 3 années précédant la finalisation de l'opération (car, nous devons disposer des données 3 années avant les transaction pour pouvoir calculer nos Delta BFR) ainsi que 2 années après celle-ci. Nous avons par la suite construit la Table 1 qui est structurée en quatre blocs différents qui expriment l'évolution de deux indicateurs clés pour les entreprises acquéreuses analysées avant et après la réalisation de la fusion ou acquisition : la marge opérationnelle (mesurée par l'EBITDA/Chiffre d'Affaires) et le rendement des actifs (mesuré par l'EBITDA/Actifs). Une fois cela fait, nous avons comparé ces évolutions à celles observées au sein des secteurs dans lesquels les entreprises opèrent.

Table 1. L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises				
Moyennes Brutes				
Années	EBITDA/CA	(EBITDA - ΔBFR)/CA	EBITDA/Actifs	(EBITDA - ΔBFR)/Actifs
N-2	27,45%	73,09%	10,52%	11,36%
N-1	23,79%	-55,79%	9,35%	7,39%
N+1	25,21%	-0,13%	8,46%	6,90%
N+2	25,50%	19,98%	8,52%	8,36%
Moyennes ajustées ou Delta sectoriels				
Années	EBITDA/CA	(EBITDA - ΔBFR)/CA	EBITDA/Actifs	(EBITDA - ΔBFR)/Actifs
N-2	-0,80%	-1,18%	-0,37%	0,00%
N-1	-0,18%	0,61%	-0,22%	0,32%
N+1	-0,07%	-0,21%	-0,20%	-2,21%
N+2	-0,43%	0,40%	-0,14%	1,06%
Différence entre Moyennes Brutes				
Années	EBITDA/CA	(EBITDA - ΔBFR)/CA	EBITDA/Actifs	(EBITDA - ΔBFR)/Actifs
-2 +2	-1,95%	-53,11%	-2,00%	-3,00%
-1 +1	1,42%	55,66%	-0,89%	-0,49%
Moyenne	-0,27%	1,28%	-1,44%	-1,74%
Différence entre Moyennes Ajustées ou Delta sectoriels				
Années	EBITDA/CA	(EBITDA - ΔBFR)/CA	EBITDA/Actifs	(EBITDA - ΔBFR)/Actifs
-2 +2	0,37%	1,59%	0,22%	1,06%
-1 +1	0,10%	-0,82%	0,02%	-2,53%
Moyenne	0,23%	0,39%	0,12%	-0,74%

Table 1 Panel 1 (Moyennes Brutes)

a) Observations

Dans la première section de notre tableau, nous présentons les moyennes simples ou « brutes » de nos indicateurs pour les années N-2 jusqu'à N-1 (représentant respectivement les deux années précédant le deal) ainsi que pour les deux années N+1 et N+2 (représentant quant à elles les deux années suivant la transaction). Nous rappelons ici que l'année N a été exclue car celle-

ci présente des résultats extraordinaires et exceptionnels et fausserait donc nos résultats (Martynova et al., 2007 ; Grigorieva & Petrunina, 2013).

Dans cette première section, nous constatons un net recul de nos deux indicateurs clés dès l'année qui précède l'opération (N-1), suivi d'une reprise dans les deux années qui suivent (N+1 et N+2). Ainsi, la marge opérationnelle moyenne baisse de 3,66% entre N-2 et N-1 puis remonte de 1,42% entre N-1 et N+1 ; elle ne gagne finalement que 0,29% entre N+1 et N+2. Si le redressement post-opération est tangible, il reste néanmoins 2% sous le niveau de N-2. De la même manière, nous observons que le rendement brut des actifs diminue entre N-2 (10,52%) et N-1 (9,35%) ; soit, une diminution de 1,17%. Cependant, les moyennes brutes pour le rendement des actifs continuent à se détériorer post-transaction : elles perdent 0,89% entre N-1 et N+1 (en passant de 9,35% à 8,46%). Ce n'est qu'à partir de N+2 que nous voyons apparaître une légère amélioration des résultats avec un passage de 8,46% en N+1 à 8,52% en N+2 (soit +0,06%). Ces tendances témoignent donc d'une difficulté pour les sociétés acquéreuses européennes à atteindre pleinement le même niveau opérationnel que celui qu'elles avaient avant opération. Cela pointe également vers des problèmes d'efficacité : les entreprises ont du mal à retrouver leur niveau initial de rentabilité opérationnelle mais davantage concernant leur rentabilité liée aux actifs détenus. Nous en déduisons que l'augmentation de la base d'actifs (due à l'acquisition) n'est pas compensée par une hausse proportionnelle de l'EBITDA.

Lorsque nous prenons en compte les variations des besoins en fonds de roulement, nous remarquons que les résultats des moyennes brutes suivent la même tendance que les résultats n'en tenant pas compte. La marge opérationnelle ajustée en fonction des variations de BFR diminue également entre N-2 et N-1 (passant de 73,09% à -55,79%) puis a une tendance à remonter en N+1 (passant de -55,79% à -0,13%) ainsi qu'en N+2 (atteignant finalement 19,98%), tout en restant en deçà de la moyenne que la firme avait en N-2. Il en va de même pour le rendement des actifs ajustés aux variations du BFR. Celui-ci diminue également entre N-2 et N-1 (passant de 11,36% à 7,39%), continue à plonger post-deal en N+1 (passant de 7,39% à 6,90%) et connaît finalement une petite augmentation en N+2 (pour atteindre 8,36%) qui ne permet pas, non plus, d'atteindre à nouveau le niveau en N-2.

Nous tenons également à justifier les résultats qui peuvent sembler interpellant tels que le 73,09% en marge opérationnelle ajustée de N-2 ainsi que le -55,79% en marge opérationnelle ajustée en N-1. Ces résultats impressionnants proviennent des variations de BFR extrêmes pour beaucoup de sociétés pré-deal. En effet, celles-ci vont d'elles-mêmes diminuer leur BFR et souvent drastiquement, l'année précédant la finalisation de la transaction. Cette stratégie vise à libérer volontairement de la trésorerie, notamment pour réduire le recours à l'endettement et améliorer la capacité d'emprunt mais également pour montrer sa solidité financière aux investisseurs et donc ne pas perdre leur confiance. Nous observons donc un report des dettes fournisseurs et un recouvrement accéléré des créances clients, ce qui entraîne une chute artificielle du BFR entre N-2 et N-1. Elrazaz et al. (2021) confirment dans leurs travaux que la réduction drastique du BFR pré-deal n'est pas quelque chose d'anecdotique, mais une tactique récurrente.

b) Comparaison avec la littérature existante

Si l'on compare maintenant nos résultats avec ceux obtenus par certains de nos prédécesseurs, nous remarquons d'abord une même dynamique générale : il y a une diminution nette de la marge

opérationnelle et du rendement des actifs juste avant la finalisation de la transaction, suivie d'un rebond partiel immédiatement après, puis d'une certaine forme de stagnation à moyen terme. Toutefois, l'ampleur de ces variations est sensiblement différente. En effet, contrairement aux résultats de Grigorieva et Petrunina (2013) notre étude révèle une dégradation plus prononcée de la marge opérationnelle brute : ces auteurs mettaient en valeur des variations allant de -1,5% à +0%. Nous pouvons sans doute l'attribuer au fait d'avoir utilisé des moyennes plutôt que des médianes ; ceci serait donc une conséquence directe de la sensibilité accrue des moyennes aux valeurs extrêmes de notre échantillon ainsi que de la taille restreinte de ce dernier.

Enfin, si, pour les deux études, la rentabilité des actifs recule, nos ratios bruts tendent à se redresser plus rapidement suivant l'année N+1, alors que les résultats pour les marchés émergents étudiés par Grigorieva & Petrunina (2013) montrent une baisse continue jusqu'à N+2. Ces divergences traduisent probablement des différences de contexte (stade de maturité des marchés, taille moyenne des opérations, environnement macroéconomique).

Nous avons donc, de manière générale, des résultats qui rejoignent les conclusions de Grigorieva & Petrunina (2013), où nous observons une diminution des mesures de performance brutes et ajustée aux variations du BFR pour les sociétés acquéreuse. In fine, les entreprises en question ne sont pas capables de générer suffisamment de rendement suivant les opérations de fusions et acquisitions et, à la suite du deal, elles n'arrivent pas à atteindre le niveau de performance opérationnelle qu'elles avaient pré-deal.

Table 1 Panel 2 (Moyennes ajustées ou Delta sectoriels)

a) Observations

Dans la deuxième section de notre tableau nous retrouvons ces mêmes moyennes mais ajustées aux mouvements propres à leurs secteurs respectifs. Nous avons d'abord déterminé pour chaque secteur et chaque année relative (allant de N-2 à N+2 tout en excluant toujours l'année N) la variation moyenne de l'indicateur correspondant pour toutes les entreprises de ce secteur. Par la suite, nous avons pour chaque firme acquéreuse, soustrait cette variation de secteur à son ratio observé. Ceci afin de supprimer les effets trop positifs ou négatifs du secteur. Le chiffre final montre uniquement ici ce que l'entreprise a réalisé par rapport à la moyenne de son secteur. Toujours dans cette deuxième section de notre Table 1, nous observons que, contrairement aux moyennes brutes qui indiquaient un fort recul de la marge et du rendement des actifs avant la transaction (-3,66 % de marge entre N-2 et N-1, par exemple) et un redressement partiel en post-deal, les marges corrigées (ou ajustées) demeurent assez proches de zéro tout au long de la période considérée.

Concrètement, la marge opérationnelle ajustée passe de -0,80 % en N-2 à -0,18 % en N-1, puis à -0,07 % en N+1 et finit par légèrement retomber à -0,43 % en N+2. En d'autres termes, nous observons que, une fois les effets sectoriels supprimés, les entreprises acquéreuses perdent relativement peu de marge pré-deal et n'en regagnent pas réellement par après. De même, le rendement des actifs ajusté évolue de -0,37 % en N-2 à -0,22 % en N-1, puis stagne autour de -0,20 % en N+1 avant un léger redressement à -0,14 % en N+2.

Les résultats obtenus, concernant les moyennes ajustées de la marge opérationnelle ainsi que du rendement des actifs (en prenant en compte les variations du BFR), suivent exactement les mêmes tendances l'un par rapport. En effet, là où nous observions avant une diminution entre N-2 et N-1, nous observons désormais une augmentation. Celle-ci est suivie par une diminution entre N-1 et N+1, et se solde par un rebond entre N+1 et N+2.

Lorsque nous comparons les résultats des moyennes ajustées aux moyennes brutes, nous remarquons deux choses : en premier lieu, l'amplitude des variations est différente. Là où nous avions auparavant un choc pré-deal et une reprise post-deal marquée, les deltas sectoriels révèlent un impact beaucoup plus modéré. En deuxième lieu, la quasi-totalité des variations ajustées reste négative post-deal et la marge opérationnelle corrigée (hors variations du BFR) ne dépasse jamais 0 %. Autrement dit, même lorsque nous neutralisons la tendance sectorielle, les entreprises acquéreuses affichent une sous-performance par rapport à leurs pairs. Là, où les moyennes brutes pouvaient masquer une partie du choc post-deal derrière la conjoncture générale (car nous constatons une légère reprise post-deal), une fois ajustées, elles montrent que les fusions et acquisitions entraînent bien une légère diminution de la marge opérationnelle ainsi que de l'efficacité des actifs ; et ce, indépendamment du cycle de leur industrie.

b) Comparaison avec la littérature existante

Nous observons que les résultats rejoignent la tendance générale observée par Martynova et Renneboog (2008), Beccalli & Frantz (2012), Grigorieva et Petrunina (2013), Borodin et al. (2020) ainsi que Kaiss (2024) qui font tous état d'un effet post-transaction globalement négatif sur la marge opérationnelle et le rendement des actifs une fois les effets sectoriels neutralisés. En effet, Beccalli & Frantz (2012), mettent en avant que les acquéreurs dépassent de loin, en termes de performance opérationnelle, leur concurrent : avec des moyennes ajustées pré-deal de 1,46 % sur N-1, 3,84 % sur N-3 et 4,82 % sur N-5. Mais sous-performent ensuite en ROE post-transaction.

Selcuk (2016) démontre que les valeurs de ROA (Return on Assets) et de ROS (Return on Sales) sont significativement plus faibles après acquisition dans son échantillon : la diminution moyenne ajustée post-transaction de la performance opérationnelle est de -1,17% (N+1) et de -4,25% (N+5). Ce qui signifie que les performances ne s'améliorent pas sur le long terme. De plus, Borodin (2020) fait état d'une diminution globale de 5,3% en termes de marge opérationnelle pour les fusions et acquisitions européennes.

Nos résultats coïncident bien avec ceux de la littérature existante même s'ils mettent en lumière une baisse moins significative de la performance opérationnelle avec -0,07% en N+1. Et -0,43% en N+2. Ainsi, malgré quelques nuances méthodologiques et sectorielles, la littérature confirme majoritairement qu'une fois la conjoncture de leur industrie neutralisée, les opérations de fusions-acquisitions pèsent sur la performance « anormale » des firmes acquéreuses.

Table 1 Panel 3 (Différence entre Moyennes Brutes)

a) Observations

Dans la troisième section de notre tableau, nous avons simplement calculé la différence entre les moyennes brutes post-acquisition (N+1 et N+2) et pré-acquisition (N-2 et N-1). Ceci nous

permet de mesurer l'évolution globale des indicateurs sur le court terme (N-1 à N+1) ainsi que sur le long terme (N-2 à N+2) autour de la date de finalisation du deal.

Nous observons, sur la fenêtre longue, en comparant les deux années suivant la clôture (N+1 et N+2) aux deux années précédant celle-ci (N-2 et N-1), que la marge opérationnelle diminue de 1,95%. Il en va de même pour le rendement des actifs (-2%). L'impact est encore plus prononcé une fois que nous ajustons ces ratios en prenant en compte les variations du besoin en fonds de roulement (ΔBFR). De fait, la marge opérationnelle chute abruptement (-53,11%). Quant au rendement des actifs ajusté aux variations BFR, nous observons également un recul (-3%) qui est, cependant, moins significatif que la marge opérationnelle.

Concernant la fenêtre temporelle court terme, autour de la transaction (N-1 à N+1), nous observons que la marge opérationnelle est positive (1,42%). C'est également le cas de la marge opérationnelle ajustée aux variations du BFR (55,66%). Cependant, le rendement des actifs, sur la fenêtre court terme (N-1 à N+1), est dans le rouge (-0,89%) ainsi que le rendement des actifs ajustés aux variations du BFR (-0,49%).

Si nous nous penchons maintenant sur la comparaison entre la fenêtre courte (N-1 à N+1) et la fenêtre longue (N-2 à N+2) nous pouvons observer que, s'il y a une tendance à la création de valeur et de performance sur le court terme (N-1 à N+1), il n'en est rien sur le long terme (N-2 à N+2). Et lorsque nous réalisons la moyenne générale de ces fenêtre court et long terme, nous constatons que la tendance générale est négative tant pour notre marge opérationnelle que pour le rendement de nos actifs.

b) Comparaison avec la littérature existante

Les résultats, que nous mettons ici en avant, correspondent bien à ceux présent dans la littérature académique.

En effet, d'autres auteurs ont observé, lorsqu'ils calculaient les différences entre les médianes brutes pré-acquisition et post-acquisition, qu'il y avait une baisse significative sur le long terme. De plus, ils ont également observé un léger regain de performance sur la fenêtre court terme (N-1 à N+1) autour de l'opération, ainsi qu'un déclin net des performances générales des entreprises sur le long terme (N-2 à N+2). Moeller et al. (2005) mettent en valeur des pertes relativement faibles (-0,55%) sur le court terme mais plus importantes sur le long terme (-10,37%). Martynova & Renneboog (2006), quant à eux, ont découvert qu'à court terme le ROA diminue de 0,5% seulement alors que sur le long terme, il s'agit d'une diminution plus importante (0,8%) mais insignifiante comparé aux travaux de Moeller et al. (2005).

Ce constat est également confirmé par Grigorieva & Petrunina (2013) ainsi que Kalinowska et Mielcarz (2014). Cette dynamique correspond à notre constat : il y a une érosion plus forte sur la période longue (N-2 à N+2), malgré la reprise temporaire constatée à court terme. D'autres auteurs ont conclu que les entreprises issues de leur échantillon étaient dans l'incapacité de capturer, sur le long terme, toute la valeur potentielle issues des synergies (Martynova & Renneboog, 2008 ; Grigorieva & Petrunina, 2013 ; Kalinowska & Mielcarz, 2014).

Table 1 Panel 4 (Différence entre Moyennes Ajustées ou Delta sectoriels)

a) Observations

Enfin, dans cette quatrième et dernière section de notre Table 1, nous retrouvons les différences entre moyennes ajustées (post- moins pré-acquisition). Ceci nous permet de mesurer l'évolution « anormale » ou spécifique aux acquéreurs car nous avons neutralisé l'effet de la tendance sectorielle. Autrement dit, cela nous permet de comparer les performances spécifiques de chaque acquéreur indépendamment des conditions plus ou moins favorables de leur secteur respectif.

Ici, nous remarquons une inversion des tendances entre les fenêtres court terme (N-1 à N+1) et long terme (N-2 à N+2) autour de l'opération lorsque nous isolons les effets de la conjoncture sectorielle. Sur le court terme autour du deal (N-1 à N+1), nous avons un effet négatif ou quasiment nul : 0,10% pour la marge opérationnelle et 0,02% pour le rendement des actifs ainsi que -0,82% pour la marge opérationnelle ajustée aux variations du BFR et -2,53% pour le rendement des actifs ajustés aux variations du BFR.

Cependant, nous observons, sur la fenêtre longue (N-2 à N+2), une très légère amélioration positive tant pour nos marges opérationnelles (0,37%) que pour le rendement de nos actifs (0,22%). Ces résultats augmentent lorsque nous ajustons nos ratios avec les variations du BFR : 1,59% pour la marge opérationnelle et 1,06% pour le rendement des actifs. En d'autres mots, une fois l'influence sectorielle soustraite, nous observons que les entreprises accusent le coup avec plus d'aisance qu'il n'y paraît sur le long terme. Celles-ci arrivent, tant bien que mal, à absorber les chocs organisationnels et opérationnels post-acquisition mais ont toujours du mal à capter la valeur émanant des synergies.

b) Comparaison avec la littérature existante

En conclusion, l'ensemble de nos analyses confirme que, malgré un sursaut sur la fenêtre longue (N-2 à N+2) autour de l'année de la transaction (N), les opérations de F&A pèsent globalement sur les performances opérationnelles des entreprises acquéreuses européennes.

Grigorieva et Petrunina (2013) mettent en avant des résultats relativement similaires. Ils observent des résultats négatifs sur la fenêtre courte (N-1 à N+1) allant de -2,1% pour la marge opérationnelle à -5,3% pour le rendement des actifs. En revanche, sur le long terme autour de la date du deal, ces auteurs démontrent des résultats plus pessimistes : allant de 0,8% pour la marge opérationnelle à -1,2% pour le rendement des actifs).

En définitive, nous observons que les acquéreurs ont une capacité limitée quant à la réalisation des gains synergiques. La dégradation post-transaction que nous observons (marge opérationnelle et ROA) suggère également que les firmes acquéreuses peinent à intégrer efficacement les cibles et à exploiter les actifs combinés.

Table 1 – conclusion

Suivant l'analyse des résultats obtenus ainsi que la comparaison réalisée avec la littérature existante, nous pouvons affirmer qu'il y a une chute nette, concernant les ratios de marge opérationnelle et de rendement des actifs, pré-deal. Nous observons également un léger regain général post-deal mais qui ne permet pas aux acquéreurs d'atteindre à nouveau le niveau de

performance de N-2. Ces résultats rejoignent largement la littérature existante sur les marchés européens et émergents. Ceci nous permet donc de valider notre première hypothèse. Les opérations de fusion et acquisition ont, en moyenne, un impact général négatif sur les performances des entreprises européennes.

Table 2 : L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises. Actions vs. Liquidités

Ce deuxième tableau regroupe tous les résultats que nous avons obtenus concernant les performances mesurées et montre l'impact du moyen de financement choisi sur la performance opérationnelle des entreprises. Afin de construire celui-ci, nous avons segmenté notre échantillon de 50 transactions en sous-échantillons selon la méthode de financement choisie par les acquéreurs : financées entièrement par actions, entièrement en numéraire (« cash ») ou selon un montage mixte combinant actions et liquidités.

Table 2. L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises. Actions vs. Liquidités

Années	Moyenne (EBITDA/CA)			Moyenne Ajustée ou Delta (EBITDA/CA)			Moyenne (EBITDA/Actifs)			Moyenne Ajustée ou Delta (EBITDA/Actifs)		
	Actions	Cash	Mixte	Actions	Cash	Mixte	Actions	Cash	Mixte	Actions	Cash	Mixte
Panel 1 : Performance pré-acquisition												
-2	30,02%	26,58%	28,05%	-2,47%	1,02%	-0,92%	7,96%	11,22%	9,18%	-3,32%	0,68%	-1,51%
-1	16,99%	26,12%	22,17%	-10,45%	3,66%	-3,68%	7,08%	9,79%	9,22%	-2,86%	0,13%	-0,36%
Moyenne	23,51%	26,35%	25,11%	-6,46%	2,34%	-2,30%	7,52%	10,51%	9,20%	-3,09%	0,40%	-0,93%
Panel 2 : Performance post-acquisition												
+1	26,06%	24,37%	26,93%	-7,21%	1,47%	0,33%	7,37%	8,37%	9,07%	-2,05%	-0,31%	0,68%
+2	27,49%	26,55%	21,06%	-6,14%	3,56%	-6,04%	7,74%	8,26%	9,75%	-0,83%	-0,66%	1,31%
Moyenne	26,78%	25,46%	24,00%	-6,68%	2,51%	-2,85%	7,55%	8,32%	9,41%	-1,44%	-0,48%	0,99%
Panel 3 : Différence entre les indicateurs pré-acquisition et post-acquisition												
-1 +1	9,07%	-1,74%	4,76%	3,24%	-2,19%	4,01%	0,29%	-1,42%	-0,16%	0,81%	-0,44%	1,04%
-2 +2	-2,53%	-0,02%	-6,98%	-3,67%	2,53%	-5,12%	-0,23%	-2,96%	0,57%	2,49%	-1,34%	2,82%
Moyenne	3,27%	-0,88%	-1,11%	-0,21%	0,17%	-0,55%	0,03%	-2,19%	0,21%	1,65%	-0,89%	1,93%

A nouveau, nous nous basons sur 4 ratios (précédemment expliqués) qui expriment la marge opérationnelle et le rendement des actifs. Nous les présentons également par le biais de moyennes dites brutes et de moyennes ajustées (delta sectoriel). La structure du tableau se décline en trois parties différentes et chronologiques. Dans la première partie (pré-acquisition), nous reportons les moyennes pour les deux années précédant la clôture (N-2 et N-1) ainsi que leur moyenne agrégée, permettant ainsi de comparer la situation initiale selon le mode de paiement. La deuxième partie (post-acquisition) suit la même logique pour les deux années qui suivent l'opération (N+1 et N+2) et leur moyenne. Enfin, la troisième partie de ce tableau calcule la différence entre les indicateurs post- et pré-acquisition sur deux fenêtres temporelles : court terme (N-1 à N+1) et long terme (N-2 à N+2) autour de la transaction. Pour finir, nous calculons également la moyenne de ces deux écarts.

Table 2 Panel 1 (Performance pré-acquisition)

a) Observations

Dans cette première partie de notre Table 2, nous avons détaillé la performance des acquéreurs au cours des deux années pré-acquisition. Nous observons une diminution entre N-2 et N-1 pour la marge opérationnelle tant pour les deals financés en actions, qu'en numéraire et en Mixte. Cependant, ce sont les deals en actions qui ont la chute la plus violente en passant de 30,02% en N-2 à 16,99% en N-1 (soit -13,03%). Et ce sont les deals financés en numéraire qui s'en sortent le mieux avec une baisse de seulement 0,46%. Lorsque la moyenne de la marge opérationnelle est ajustée, nous observons également une chute entre N-2 et N-1 pour les deals en actions et les montages mixtes. A nouveau, ce sont les deals 100% actions qui ont la chute la plus violente (passant de -2,47% en N-2 à -10,45 en N-1) et les deals en cash qui s'en sortent le mieux avec une légère hausse de 2,64% entre N-2 et N-1.

Concernant le rendement des actifs, nous constatons également un recul pour tous les types de financement en actions et en numéraire entre N-2 et N-1. Cette fois-ci, ce sont les deals mixtes qui s'en sortent le mieux : avec seulement une légère augmentation de 0,10%. Lorsque la moyenne du rendement des actifs est ajustée, nous observons que ce sont les financements en cash qui s'en sortent le mieux en restant positif (0,68% en N-2 et 0,13% en N-1) alors que les deals financés en actions et mixtes sont dans le rouge et variant entre -0,36% et -3,32%.

En définitive, nous observons que ce sont les deals 100% cash qui s'en sortent le mieux lorsque nous nous penchons sur la marge opérationnelle ainsi que sur le rendement des actifs (que ces ratios soient ajustés ou non). Cependant, il est important de noter que, si ce sont bien les deals 100% en numéraire qui donnent les meilleurs résultats pré-deal, ce sont les deals en montage mixte qui restent les plus stables en subissant les variations les moins fortes entre N-2 et N-1. Ces résultats pré-deal suggèrent également que les montages 100 % en actions sont les plus fragilisés, et ce, dès la phase de préparation de la transaction. Cette préférence s'explique par la crainte des actionnaires et du marché d'une dilution du capital et d'une volatilité accrue des actions de l'entreprise. Dès lors, ces acteurs vont se tourner (pré-deal) vers des financements 100% numéraires.

b) Comparaison avec la littérature existante

Thomson et Kim (2020), à la suite de leur étude sur un échantillon de 2689 transactions aux USA et en Europe entre 2000 et 2010, concluent que les transactions 100% en actions sont celles qui ont l'effet le plus négatif sur les performances pré-deal des acquéreurs. Il évoque également la raison de la perception de dilution du capital ainsi que la peur d'une mauvaise évaluation de la valeur des actions de l'entreprise. Bradley & Sundaram (2006) ainsi que Borodin et al. (2020) mettent la même conclusion en avant dans leurs travaux. Nos résultats rejoignent donc bien ici la littérature existante.

Table 2 Panel 2 (Performance post-acquisition)

a) Observations

Concernant le panel 2 de notre second tableau, nous constatons que post-deal, ce sont les deals financés en numéraire qui ont la plus grande progression en termes de marge opérationnelle entre N+1 et N+2 (+2,18%). Cependant, ce sont les deals 100% en actions qui ont les résultats les plus élevés (27,49% en N+2 pour les deals en actions contre 26,55% pour les deals en cash et 21,06% pour les mixtes). Concernant la marge opérationnelle ajustée, nous observons qu'il n'y a que les deals 100% cash qui sont dans le vert en N+1 (1,47%) et en N+2 (3,56%) alors que les deals en actions sont à -7,21% en N+1 et -6,14% en N+2.

Quant au rendement des actifs, nous observons que, post-deal, ce sont désormais les deals en montage mixtes qui génèrent les meilleures performances avec 9,07% en N+1 et 9,75% en N+2, distançant de 1 à 2% les financements en actions et en numéraire. Lorsque cette moyenne du rendement des actifs est ajustée, nous constatons que se sont à nouveau les deals mixtes qui s'en sortent le mieux. Cependant, ces gains sont quasiment nuls : 0,68% en N+1 et 1,31% en N+2 alors que les deals en actions restent dans le rouge avec -2,05% en N+1 et -0,83 en N+2 et que les deals en numéraire restent tout juste sous la barre du 0 (-0,31% en N+1 et -0,66% en N+2).

En résumé, concernant la marge opérationnelle, nous observons que les financements en cash offrent un rebond rapide, tandis que les financements en actions détruisent de la valeur. Quant aux financements en montage mixte, ceux-ci, restent à nouveau quasiment inchangé et très stables. En ce qui concerne le rendement des actifs, ce sont les deals en montage mixte qui génèrent les meilleures performances post-deal (en N+1 et N+2).

b) Comparaison avec la littérature existante

Borodin et al. (2020) ont mis en évidence que le mode de paiement a un impact sur les indicateurs. De fait, les paiements en actions sont ceux qui génèrent, selon ces auteurs, les plus fortes baisses de performance alors que le numéraire se maintient dans le vert et que les financements mixtes ont des performances plus modérées. Quant à Grigorieva et Petrunina (2013), ils comparaient les financements en actions et en liquidités et avaient constaté que les financements par actions généraient, post-deal, les meilleures performances. Les résultats sont donc mitigés concernant la littérature académique. Nos résultats se rapprochent le plus des résultats obtenus par Borodin et al. (2020).

Table 2 Panel 3 (Différence entre les indicateurs pré-acquisition et post-acquisition)

a) Observations

Enfin, notre dernier panel de ce deuxième tableau nous permet de mesurer l'écart entre les performances pré- et post-deal sur le court (N-1 à N+1) et long terme (N-2 à N+2). En termes de marge opérationnelle, la fenêtre court terme (N-1 à N+1) révèle que se sont les financements en actions (9,07%) qui génèrent un gain nettement supérieur par rapport aux autres moyens de paiements (-1,74% pour les deals en cash et 4,76% pour les deals mixtes). Une fois nos moyennes ajustées, nous remarquons que ce sont les deals en mixte qui sont les plus performants (4,01%).

Concernant le rendement des actifs sur la fenêtre court terme, nous observons les mêmes résultats : pour les moyennes brutes, ce sont les deals 100% en actions qui génèrent les meilleurs gains (0,29%) alors que pour les moyennes ajustées, ce sont les deals en mixte (1,04%).

Sur la fenêtre longue autour de la transaction (N-2 à N+2), nous observons des résultats globalement plus pessimistes. De fait, il n'y a que les deals en cash pour les moyennes ajustées de la marge opérationnelle qui offrent des résultats positifs (2,53%) ainsi que les deals en mixte pour le rendement des actifs (brut et ajusté) avec 0,57% et 2,82%.

b) Comparaison avec la littérature existante

Lorsque nous confrontons nos résultats opérationnels post-acquisition aux enseignements de la littérature, nous remarquons une différence. Martynova & Renneboog (2006) montrent que les offres entièrement payées en cash suscitent les réactions boursières les plus favorables à l'annonce, tandis que les montages mixtes se situent en intermédiaire et les transactions 100% en actions font l'objet d'un accueil plus tiède. Cependant, ces auteurs ont réalisé une étude légèrement différente en se penchant sur les effets boursiers des F&A autour de l'annonce et non pas des résultats comptables autour de la transaction.

D'un autre côté, (comme précédemment cité) Bradley & Sundaram (2006) observent, quant à eux, des rendements neutres voire légèrement négatifs lorsque la transaction est financée en actions (de -1 % à -3 %). De plus, nos résultats diffèrent légèrement avec ceux de Kalinowska & Mielcarz (2014). En effet, de leur côté, ceux-ci constatent, dans un contexte d'Europe de l'Est entre 2009 et 2010, que les acquisitions financées en numéraire génèrent un ROA post-deal supérieur, alors que les paiements en actions ou mixtes se traduisent par une moindre rentabilité des actifs. A contrario, nos données sur les entreprises européennes révèlent que, si les deals 100% en numéraire bénéficient peut-être d'un bon signal positif pré-deal, leur performance brute et ajustée s'essouffle dès la première année post-deal. En revanche, les transactions entièrement financées par actions, semblent pré-deal moins bien accueillies et génèrent de plus mauvaises performances. Elles génèrent de biens meilleurs performances « anormales » (une fois les effets sectoriels éliminés) sur le moyen et long terme. Les financements mixtes ont des variations moins violentes mais génèrent surtout les meilleures performances brutes et ajustées concernant le rendement des actifs.

Table 2 – conclusions

En conclusion, ce deuxième tableau nous permet de mettre en lumière l'influence qu'ont les modes de financement sur la dynamique post-deal. Nous remarquons que, malgré un fort affaïssement pré-deal, ce sont bien les financements en actions qui permettent les meilleures performances en se concentrant sur la marge opérationnelle brute post-deal. Néanmoins, concernant la marge opérationnelle ajustée, ce sont les financements en numéraire qui présentent les meilleurs résultats pré- et post-deal. De plus, ce sont les financements en numéraires qui présentent les fluctuations les moins violentes.

Enfin, concernant les rendements des actifs bruts et ajustés, ce sont ceux en mixte qui présentent les meilleures performances. En définitive, ces résultats soulignent que, dans notre échantillon européen, si le cash est privilégié pour rassurer le marché en amont, c'est finalement l'apport en actions qui offre la meilleure création de valeur opérationnelle post-deal, le montage mixte

jouant, quant à lui, un rôle tampon (de par ses faibles variations) entre ces deux extrêmes. Cependant, c'est le financement mixte qui apparaît être le plus avantageux pour l'amélioration de l'efficacité des actifs. Ce qui signifie que nous ne pouvons valider qu'en partie notre deuxième hypothèse (*Les opérations de fusions-acquisitions financées par une combinaison d'actions et de liquidités affichent de meilleures performances que celles financées uniquement par des actions ou uniquement par des liquidités*).

Table 3 : L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises. Transactions domestiques vs. Transfrontalières.

Le tableau 3, que nous avons construit, repose quant à lui sur une segmentation de notre échantillon entre opérations domestiques et transfrontalières et se présente également en trois sous-parties. Dans la première partie (« Panel 1 Pré-acquisition »), nous indiquons pour chacune des deux catégories la marge opérationnelle et le rendement des actifs pour les deux années précédant la clôture (N-2 et N-1). Dans la deuxième partie (« Panel 2 : Post-Acquisition performance ») de notre tableau, nous exposons ces mêmes ratios mais pour la période post-deal (N+1 et N+2). Enfin, dans la troisième et dernière partie de notre tableau (« Panel 3 : Différence entre indicateurs pré- et post-acquisition »), nous exposons les écarts entre les différents résultats des panels 1 et 2 sur deux fenêtres temporelles autour de la transaction : court terme (N-1 à N+1) et long terme (N-2 à N+2).

Table 3. L'impact des F&A sur les performances opérationnelles des entreprises. Transactions domestiques vs. Transfrontalières

Années	Moyenne (EBITDA/CA)		Moyenne Ajustée ou Delta (EBITDA/CA)		Moyenne (EBITDA/Actifs)		Moyenne Ajustée ou Delta (EBITDA/Actifs)	
	Domestiques	Transfrontalières	Domestiques	Transfrontalières	Domestiques	Transfrontalières	Domestiques	Transfrontalières
Panel 1 : Performance pré-acquisition								
-2	21,87%	28,24%	-8,32%	1,63%	9,42%	10,39%	-0,22%	-0,35%
-1	14,67%	25,52%	-10,22%	3,66%	8,96%	9,31%	0,36%	-0,43%
Moyenne	18,27%	26,88%	-9,27%	2,64%	9,19%	9,85%	0,07%	-0,39%
Panel 2 : Performance post-acquisition								
+1	25,79%	25,01%	-3,17%	1,47%	8,34%	8,44%	0,56%	-0,31%
+2	25,61%	25,13%	-3,15%	3,56%	8,45%	8,59%	1,15%	-0,27%
Moyenne	25,70%	25,07%	-3,16%	2,51%	8,39%	8,51%	0,86%	-0,29%
Panel 3 : Différence entre les indicateurs pré-acquisition et post-acquisition								
-1 +1	11,12%	-0,51%	7,05%	-2,19%	-0,63%	-0,87%	0,20%	0,12%
-2 +2	3,74%	-3,11%	5,17%	1,93%	-0,97%	-1,81%	1,38%	0,08%
Moyenne	7,43%	-1,81%	6,11%	-0,13%	-0,80%	-1,34%	0,79%	0,10%

Table 3 Panel 1

a) Observations

Concernant cette première partie de notre troisième et dernier tableau, consacré à la période pré-acquisition, nous constatons que les entreprises engagées dans des deals transfrontaliers affichent des résultats au-dessus de celles impliquées dans des deals domestiques en N-2 (transfrontaliers : 28,24%, domestiques : 21,87%) et N-1 (transfrontaliers : 25,52%, domestiques : 14,67%). De même, une fois que la moyenne de notre marge opérationnelle a été ajustée (c'est-à-dire que les effets sectoriels ont été retirés), nous observons, à nouveau, que ce sont les deals transfrontaliers qui génèrent de meilleures performances en N-2 (transfrontaliers :

1,63%, domestiques : -8,23%) et N-1 (transfrontaliers : 3,66%, domestiques : -10,22). Pire, les moyennes des transactions domestiques qui étaient positives concernant la marge brute se retrouvent désormais dans le rouge une fois ajustées.

Concernant la moyenne brute du rendement de nos actifs, nous remarquons que ce sont, à nouveau, les deals transfrontaliers qui affichent les meilleures performances 10,39% en N-2 et 9,42% en N-1 contre seulement 9,42% en N-2 et 8,96% en N-1 pour les deals domestiques. En revanche, si les moyennes ajustées de la marge opérationnelle pour les deals transfrontaliers étaient restées positives en N-2 et N-1 (respectivement 1,63% et 3,66%. Elles ne le sont désormais plus pour le rendement des actifs ajusté en N-2 et N-1 (respectivement -0,35% et -0,43%) alors que les opérations domestiques sont à la traine partout, elles ont un rebond en N-1 (0,36%) et dépassent les deals transfrontaliers concernant les moyennes ajustées du rendement des actifs. Ce premier aperçu pré-deal nous suggère que les entreprises domestiques peinent à maintenir leur efficacité relative face aux entreprises qui optent pour des F&A transfrontalières.

b) Comparaison avec la littérature existante

Grigorieva et Petrunina (2013) ont mis en évidence des résultats pré-acquisition similaires aux tendances que nous venons de mettre en lumière. De fait, ces auteurs observent que les deals transfrontaliers entraînent toujours de meilleures performances en termes de marge opérationnelle brute et ajustée ainsi qu'en rendement des actifs brut en N-2 et N-1. Ils observent également un rebond pour les transactions domestiques en termes de performance sur base du rendement des actifs ajustés.

Table 3 Panel 2

a) Observations

Dans la deuxième partie de ce tableau, nous observons que, post-deal, les moyennes brutes de la marge opérationnelle des deals domestiques ont un regain surprenant : 25,61% en N+1 et 25,61% en N+2 (soit une augmentation de 11,12% entre N-1 et N+1). De plus, les deals domestiques dépassent désormais les deals transfrontaliers qui connaissent une forte baisse post-acquisition : 25,01% en N+1 et 25,13% en N+2. De même, concernant les moyennes ajustées, les deals domestiques connaissent un rebond impressionnant mais pas suffisant que pour sortir du négatif (-10,22% en N-1 et -3,17% en N+1) alors que les deals transfrontaliers connaissent une légère baisse de 2,19% entre N-1 et N+1 avant de remonter en N+2 et de dépasser les performances des deals domestiques en N+1 et N+2.

Regardons maintenant les moyennes du rendement des actifs. Nous observons que post-deal, ce sont les transactions transfrontalières qui génèrent les meilleures performances en N+1 et en N+2. Cependant, la différence avec les résultats pour les transactions domestiques sont quasiment nuls : 8,44% en N+1 et 8,59% en N+2 pour les transfrontalières et 8,34% en N+1 ainsi que 8,45% en N+2 pour les domestiques. Les différences se jouent, ici, au dixième près. Lorsque nous ajustons nos moyennes, nous observons que ce sont les deals domestiques qui génèrent les meilleurs résultats post-deal : 0,56% en N+1 et 1,15% en N+2 alors que les résultats pour les opérations transfrontalières sont dans le rouge avec : -0,31% en N+1 et -0,27% en N+2.

En conclusion, nous observons que post-deal (en N+1 et N+2), ce sont les deals domestiques qui génèrent les meilleures performances en termes de marge opérationnelle brute ainsi qu'en rendement des actifs ajusté, ce qui indique une meilleure maîtrise des coûts immédiats et une création de valeur nette supérieure. Par extension, les deals transfrontaliers génèrent les meilleures performances en termes de marge opérationnelle ajustée ainsi qu'en rendement des actifs brut. Ceci traduit un potentiel de synergies structurelles malgré des coûts d'intégration initiaux plus lourds.

b) Comparaison avec la littérature existante

Les travaux de Martynova et Renneboog (2006) mettent en évidence des résultats similaires aux nôtres. En effet, ces auteurs démontrent que post-opération, sur le long terme (N+3), les opérations domestiques entraînent une augmentation du ROA de 0,4% alors que les deals domestiques entraînent des résultats positifs mais moins importants. Ils expliquent que cela est dû aux difficultés plus importantes (d'intégration, de fit culturel, ...) auxquelles les acquéreurs font face lors de deals transfrontaliers.

Cependant, Grigorieva et Petrunina (2013) observent des résultats contraires aux nôtres. Post-deal, ces auteurs font état d'une supériorité sans égale des deals transfrontaliers face aux deals domestiques en marge opérationnelle brute et ajustée (en N+1 et N+2) ainsi qu'en rendement des actifs brut en N+1. Les résultats des deals domestiques ne surpassent ceux des deals transfrontaliers, qu'en N+2 pour le rendement des actifs brut ainsi qu'en N+1 pour le rendement des actifs ajusté. La littérature académique existante est donc mitigée sur le sujet.

Table 3 Panel 3

a) Observations

Enfin, la troisième et ultime partie de ce dernier tableau synthétise l'impact des F&A en comparant les valeurs pré- et post-acquisition. Nous observons que, sur le court terme (N-1 à N+1) autour de la transaction, les opérations domestiques génèrent un gain brut de marge supérieur (11,12%) à celui des transfrontalières (-0,51%). Il en va de même pour les résultats des moyennes ajustées avec 7,05% pour les deals domestiques, contre -2,17% pour les deals transfrontaliers.

Du côté du rendement de nos actifs bruts, tous nos résultats sont dans le rouge. En effet, les deals domestiques montrent une moyenne ajustée de -0,63% (vs -0,87% pour les deals transfrontaliers). Une fois ces moyennes ajustées, nous remarquons que ce sont à nouveau les deals domestiques (0,20%) qui surpassent les deals transfrontaliers (0,12%).

En ce qui concerne la fenêtre long terme (N-2 à N+2) autour de l'opération, nous constatons que ce sont, à nouveau, les deals domestiques qui génèrent les meilleurs gains et performances.

b) Comparaison avec la littérature existante

Grigorieva et Petrunina (2013) observent exactement les mêmes tendances sur la fenêtre long terme (N-2 à N+2) avec les entreprises réalisant des deals domestiques qui enregistrent les meilleures performances opérationnelles. Il en va de même sur la fenêtre court terme (N-1 à N+1) ; cependant, les résultats sont majoritairement négatifs.

De plus, Rani (2019) met également en avant des résultats relativement similaires. En effet, la comparaison pré- et post-deal indiquait que les acquisitions domestiques généraient un gain important à court terme et un gain plus amorti sur le long terme. Quant aux transactions transfrontalières, elles restent plus ou moins à l'équilibre : elles subissent moins de variations extrêmes.

Panel 3 - conclusions

En conclusion, il nous apparaît clairement que, si les opérations transfrontalières présentaient initialement des performances bien supérieures en termes de marge opérationnelle brute, ce sont finalement les fusions et acquisitions domestiques qui présentent en moyenne de meilleurs résultats sur le long terme.

En effet, les entreprises européennes réalisant des F&A domestiques connaissent des rebonds plus importants. De plus, pour la rentabilité des actifs, les deals transfrontaliers ont un léger avantage. Mais celui-ci s'inverse dès que l'on retire l'effet sectoriel. En définitive, sur les deux grands indicateurs (et une fois corrigés) ce sont les F&A domestiques qui prédominent en termes de performance post-deal. Ceci nous permet de valider notre troisième hypothèse : *les entreprises européennes réalisant des opérations de fusions-acquisitions domestiques ont de meilleures performances que les entreprises européennes qui optent pour des transactions transfrontalières.*

Conclusion

Rappel de la problématique et synthèse des résultats

Ce travail de recherche et d'analyse permet d'enrichir la littérature existante quant à l'évolution de l'impact des opérations de fusions et acquisitions sur les performances opérationnelles des entreprises à long terme. Ce travail a raison d'être car il vient véritablement compléter les travaux existants en la matière. En effet, jusqu'à présent la littérature a longtemps privilégié les event studies court terme sur les marchés anglo-saxons pré-années 2000, puis dans les années 1990 quelques grandes études européennes et modèles ont vu le jour et mélangeant des études court terme et long terme. Cependant, malgré une multitude d'études comptables sur le marché européen, aucune n'a encore étudié le marché européen spécifiquement sur les périodes de 2010 et 2015.

Pour explorer cette problématique et ces questionnements, nous avons formulé en tout trois hypothèses distinctes : la première étant : *les opérations de fusions-acquisitions ont un impact général négatif sur les performances des entreprises européennes*. La deuxième étant : *Les opérations de fusions-acquisitions financées par une combinaison d'actions et de liquidités affichent de meilleures performances que celles financées uniquement par des actions ou uniquement par des liquidités*. La troisième étant finalement : *Les entreprises européennes réalisant des opérations de fusions-acquisitions domestiques ont de meilleures performances que les entreprises européennes qui optent pour des transactions transfrontalières*.

Afin de tester ces hypothèses, nous avons construit un échantillon de 50 opérations de fusions et acquisitions annoncées entre 2010 et 2015. Cet échantillon est entièrement constitué d'entreprises européennes cotées en bourse dont les deals sont d'un seuil minimal (en termes de valeur) de 10 millions €. De plus, ces deals répondent à un critère de disponibilité étant donné l'accès restreint que nous avons, concernant ces données.

Quatre ratios opérationnels nous ont permis de mesurer l'impact des fusions et acquisitions sur les performances opérationnelles : la marge opérationnelle brute avec EBITDA/Chiffre d'affaires, la marge opérationnelle ajustée $[(EBITDA - \Delta BFR)/\text{Chiffre d'affaires}]$, le rendement des actifs brut $(EBITDA/\text{Actifs})$ et le rendement des actifs ajusté $[(EBITDA - \Delta BFR)/\text{Actifs}]$.

Nous avons également établi une fenêtre d'étude de deux années pré-deal (N-2 et N-1) et de deux années post-deal (N+1 et N+2), tout en excluant l'année effective de la transaction. Ceci afin d'avoir un bon aperçu de l'impact des F&A en mesurant et comparant les performances des entreprises pré- et post-deal tout en évitant de prendre en compte les résultats extraordinaires de l'année de l'opération même.

Les résultats de notre travail sont les suivants : avant transaction (entre N-2 et N-1), les entreprises acquéreuses européennes connaissent un recul marqué de la marge opérationnelle et du rendement des actifs, suivi, après le deal (N+1 et N+2), d'un léger rebond qui reste toutefois insuffisant pour retrouver les niveaux initiaux. Ce constat reste également vrai lorsque les ratios sont ajustés aux variations du besoin en fonds de roulement, bien que ces ajustements révèlent parfois des fluctuations extrêmes dues à des stratégies pré-deal de réduction artificielle du BFR.

Après avoir supprimé les effets sectoriels, l'amplitude des variations apparaît nettement plus modérée. Cependant, les résultats demeurent globalement négatifs, confirmant une sous-performance par rapport au secteur, aussi bien sur la marge opérationnelle que sur le rendement des actifs.

Les comparaisons entre fenêtres temporelles montrent une dynamique récurrente : une amélioration à court terme (N-1 à N+1) mais une diminution sur le long terme (N-2 à N+2). Si, en valeurs ajustées, nous observons une très légère reprise sur la longue période, elle reste marginale et ne traduit pas une réelle capture des gains synergiques. Globalement, ces résultats indiquent que les opérations de F&A pèsent sur la performance opérationnelle et le rendement des actifs. De plus, les acquéreurs rencontrent des difficultés à intégrer pleinement les cibles et à exploiter les actifs combinés, ce qui valide notre hypothèse car il y a une réelle baisse et perte de performance pour les entreprises à la suite d'une opération F&A.

En ce qui concerne le rôle du financement, nous avons observé que pré-deal, les transactions 100 % en numéraire affichent les meilleurs niveaux de marge opérationnelle et de rendement des actifs. De plus, ce sont les deals financés par actions qui voient leur performance pré-deal reculer le plus ; alors que les montages mixtes sont ceux qui restent le plus stable.

Post-deal, le 100% numéraire conserve un net avantage sur la marge opérationnelle ajustée et enregistre la plus forte progression brute à court terme, mais ce sont les financements en actions qui atteignent les niveaux bruts les plus élevés, et les montages mixtes qui dominent sur le rendement des actifs, brut comme ajusté. Sur le court terme, les financements en actions génèrent les plus forts gains bruts, mais les montages mixtes l'emportent sur les performances ajustées. Sur le long terme, seuls les financements en cash conservent un effet positif sur la marge ajustée, et les montages mixtes restent en tête pour le rendement des actifs. Globalement, les financements en 100% numéraire rassure les marchés avant l'opération et limite les fluctuations, mais l'apport en actions soutient davantage la marge opérationnelle brute après l'acquisition. Tandis que, le montage mixte se révèle le plus performant pour améliorer l'efficacité des actifs.

Ces différents constats ne nous permettent donc pas de valider entièrement notre deuxième hypothèse selon laquelle un financement mixte surpasse systématiquement les autres modes de paiement.

Enfin, avons obtenus comme résultats finaux que les fusions et acquisitions domestiques sont les plus performantes. Tout comme les financements en actions, les deals transfrontaliers semblent à première vue supérieurs en générant de meilleures performances en termes de marge opérationnelle brute pré-deal (moyenne de 26,88% contre 18,27% en moyenne pour les deals domestiques).

Cependant, post-deal et sur les fenêtre longues (N-2 à N+2), ce sont les F&A domestiques qui présentent les meilleurs résultats avec de meilleurs rebonds (+11,12% pour la marge opérationnelle brute entre N-1 et N+1 et +6,1% pour la marge ajustée entre N-1 et N+1), des baisses moins significatives et des performances plus élevées en termes de marge opérationnelle ajustée, de rendement des actifs ajusté post-acquisition (1,15% en N+2 contre -0,27% en N+2 pour les transfrontalières). Cela nous a donc permis de valider notre troisième et dernière

hypothèse qui est la suivante : les transactions domestiques permettent aux acquéreurs de réaliser de meilleures performances opérationnelles que les opérations transfrontalières.

Limites de l'étude

Notre étude comporte plusieurs limites que nous tenons à aborder. Tout d'abord, la taille et la composition de notre échantillon est restreint à seulement cinquante opérations de fusions et acquisitions. La taille de notre échantillon limite dès lors la portée statistique. C'est notamment pour cette raison que nous avons dû réaliser nos calculs à l'aide de moyennes et non pas de médianes.

Notre deuxième limite découle directement de la première : l'utilisation de moyennes pour nos ratios. En effet, la petite taille de notre échantillon et le fait que certaines de données soient asymétriques font que l'utilisation des médianes n'est pas optimale. Or, comme expliqué dans notre méthodologie, les moyennes sont plus sensibles que les médianes face aux données extrêmes.

Quant à nos ratios : EBITDA/CA, $(EBITDA - \Delta BFR)/CA$, EBITDA/Actifs et $(EBITDA - \Delta BFR)/Actifs$, ceux-ci nous permettent de mesurer la performance opérationnelle des entreprises mais comportent également certaines limites. En effet, les BFR, comme nous avons pu le constater dans l'analyse de nos données brutes, peuvent varier fortement d'une année à une autre (voir Figure 7). Cela s'explique par le fait que le BFR dépend de plusieurs facteurs : les délais de paiement clients et fournisseurs ou des événements ponctuels (retard de livraison, crise des fournisseurs), ce qui peut très fortement varier et donc potentiellement fausser la performance réelle des entreprises. De plus, le BFR peut également être manipulés par les entreprises afin d'améliorer leur image auprès du marché et des investisseurs : les chiffres peuvent être artificiellement gonflés en allongeant par exemple les délais de paiements fournisseur et en réduisant les délais de paiement des créances clients.

De plus, Il y a un effet de levier ainsi que de structure financière qui sont ignorés par ces ratios. Ces différents ratios sont indépendants de la structure financière des entreprises étudiées (fonctionnement via des dettes ou des fonds propres) et des coûts de financement. Ce qui signifie que deux entreprises peuvent ainsi afficher les mêmes ratios d'EBITDA/Chiffre d'affaires et pourtant avoir des niveaux d'endettement très différents.

Nous pouvons également souligner que ces ratios permettent, certes, de mesurer la performance opérationnelle des entreprises et ont certains défauts et certaines limites. Nous tenons toutefois à souligner qu'il 'agit de ratios quantitatifs, ce qui est trop mis en avant par les auteurs. En effet, il y a une absence de mesures qualitatives dans les études : nous parlons ici de la qualité du management des entreprises, des synergies culturelles ou encore des gains de productivité qui ne sont pas captés.

De plus, même si ces ratios ont été déterminés par plusieurs auteurs comme étant les plus pertinents pour ce genre d'étude, il y a un problème persistant : ils ne prennent pas en compte le coût réel du capital (WACC), ce qui est problématique car une entreprise peut alors avoir un ratio d'EBITDA/Actifs positif mais détruire de la valeur si sa rentabilité est inférieure au coût du capital.

En définitive, ces ratios sont aujourd'hui les plus pertinents en la matière et présentent avec le moins de limites. Toutefois, afin de pallier ces potentielles lacunes, des analyses complémentaires peuvent être réalisées. Notamment une analyse d'Economic Value Added (EVA) comme expliqué dans notre revue de littérature. Cependant, cette analyse complémentaire représente une quantité de travail équivalente à un mémoire à lui seul ou même à une thèse.

En dernier lieu, nous devons adresser les limites liées aux fenêtres temporelles. Les opérations de fusions et acquisitions sont complexes à analyser : réaliser une étude sur les performances opérationnelles au moyen de ratios comptables et mobilisant des données comptables deux années avant et après opération permet d'avoir un premier bon aperçu mais demeure incomplet. Les auteurs Grigorieva et Petrunina (2013) l'ont bien compris, et c'est pourquoi ils ont proposé d'accompagner leur étude comptable par une étude qui est en réalité complémentaire. Si l'étude comptable permet de mesurer les réactions sur le long terme et la création de performance pour les entreprises, cette deuxième analyse permet, quant à elle, de mesurer les réactions immédiates du marché. Celle-ci prend la forme d'une event study dont l'analyse repose sur les données boursières des entreprises. Nous mesurons alors les Cumulative Abnormal Returns sur une fenêtre temporelle qui est beaucoup plus courte. Ces mêmes auteurs avaient défini que la fenêtre temporelle idéale et la plus pertinente est de -200 à +18 jours autour de la date d'annonce du deal ; ce qui permettrait de quantifier l'impact direct et instantané de l'annonce sur la valeur perçue par les investisseurs. Mais ici également, cela représente un nouveau sujet de mémoire.

Nouvelles pistes et perspectives de recherche

Au-delà des limites que nous avons citées ci-dessus, il nous apparaît clairement qu'il y a plusieurs pistes et perspectives d'approfondissement possibles pour notre travail.

Comme cité dans la partie précédente, à la suite de nos limites, nous avons proposé plusieurs pistes d'améliorations possibles. Le fait de réaliser des études complémentaires, telles que : une event study ou une analyse d'EVA.

Une autre piste de recherche complémentaire serait d'élaborer un indice de qualité d'intégration. Ceci permettrait d'avoir un point de vue qualitatif qui viendrait ainsi enrichir notre analyse quantitative comme expliqué dans nos limites. Cet indice devrait alors regrouper plusieurs dimensions importantes à prendre en compte tels que : l'alignement culturel, la rétention des talents, l'uniformisation des processus, l'intégration des systèmes d'informations, ... Ces différentes dimensions sont certes compliquées à évaluer mais il est possible de le faire en mettant sur pied une grille graduée avec un score à attribuer pour chaque dimension, comprenant un score global par opération de F&A. Si cela semble compliqué à réaliser, cela n'est pas impossible : en effet, cela a déjà été réalisé par d'autres auteurs par le passé (Larsson et Finkelstein, 1999 ; Sweiger et Goulet, 2005). Larson et Finkelstein (1999) ont créé une échelle multi-dimensionnelle (culturelle, managériale, systèmes et processus) notée de 1 à 5 via des questionnaires. Quant à Sweiger et Goulet (2005), ils ont créé un modèle reprenant différentes dimensions tels que : la stratégie adoptée, la structure des entreprises, ... et ils ont attribué des notes suivant différentes études sur le terrain. Comme nous pouvons le constater, ce genre d'étude nécessite de collecter des données par le biais d'interviews et en allant sur le terrain afin d'interroger des experts d'une part. Mais il est également nécessaire, d'autre part, en épluchant

les comptes annuels et les rapports RSE des entreprises. Une fois ces grilles réalisées et les scores établis, il faudrait croiser ces données avec nos ratios financiers (EBITDA/CA, EVA, ...) par le biais de modèles de régression. Ainsi nous pourrions vérifier dans quelle mesure ces dimensions exercent une influence sur nos marges opérationnelles. Et si nous les croisons avec des résultats d'une event study, quel impact ces dimensions ont sur la création de valeur boursière des entreprises. Ces études pourraient alors servir à mettre sur pied des grilles d'analyses et de mesures qui pourraient alors servir et compléter les due diligences mises en place par les entreprises lors de F&A. Ceci aurait pour but de renforcer la capacité des entreprises acquéreuses à tirer des leçons concernant chaque opération.

Bibliographie

- Agrawal, A., & Mandelker, J. F. J. A. G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an anomaly. *The Journal of Finance*, 47(4), 1605–1621. <https://doi.org/10.2307/2328956><https://www.jstor.org/stable/2328956>
- Ahmed Jalal, D., N. Berger, A., & B. Humphrey, D. (1997, février). The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function. *Research Gate*. <https://www.researchgate.net/publication/225197846> [The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices Evidence from a Bank Profit Function](https://www.researchgate.net/publication/225197846)
- Aktas, N., De Bodt, E., & Roll, H. B. A. R. (2016). CEO narcissism and the takeover process: From private initiation to deal completion. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 113–137. <https://www.jstor.org/stable/43862310>
- Alsharairi, M., Alsharairi, M., Black, E., hoferradhi, C., Al-Hamadeen, R., (2015). The post-merger performance of the European M&AS: Does pre-merger earnings management matter? <https://doi.org/10.22495/cocv13i1c9p3>
- Anita, N. R. A. (2023, March 13). Impact of Mergers and Acquisitions: A Critical Review of literature. <https://www.abacademies.org/articles/impact-of-mergers-and-acquisitions-a-critical-review-of-literature-15828.html>
- Apeach, R. (n.d.). *The_Impact_of_Mergers_and_Acquisitions_on_Acquirer*. Scribd. <https://fr.scribd.com/document/496751829/The-Impact-of-Mergers-and-Acquisitions-on-Acquirer>
- Asquith, P. (1983). Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 51–83. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(83\)90005-3](https://doi.org/10.1016/0304-405x(83)90005-3)
- Asquith, P. (1983). Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. https://econpapers.repec.org/article/eeeejfinec/v_3a11_3ay_3a1983_3ai_3a1-4_3ap_3a51-83.htm
- Avinadav, T., Chernonog, T., & Perlman, Y. (2016). Mergers and acquisitions between risk-averse parties. *European Journal of Operational Research*, 259(3), 926–934. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2016.11.030>
- Bako harinivo, r. (2016). Malgré la destruction de la valeur actionnariale, les actionnaires approuvent les projets de fusions-acquisitions. Comment arrive-t-on à ce résultat ? [Thèse, Université du Québec à Montréal]. <https://archipel.uqam.ca/8859/>
- Bauer, F., & Matzler, K. (2013). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 35(2), 269–291. <https://doi.org/10.1002/smj.2091>
- Beccalli, E., & Frantz, P. (2009). M&A Operations and Performance in Banking. *Journal Of Financial Services Research*, 36(2 3), 203–226. <https://doi.org/10.1007/s10693-008-0051-6>
- Becher, D. A. (2000). The valuation effects of bank mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 189–214. [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(00\)00013-4](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(00)00013-4)
- Ben Amar W., Boujenoui A., and Francoeur C. (2011). « CEO Attributes, Board Composition and Acquirer Value Creation: A Canadian Study », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, <https://doi.org/10.1002/cjas.223>

- Ben-Amar, W. (2016). Large Shareholders and Form of Payment in M&A: Evidence from Canada. Uottawa. https://www.academia.edu/21233632/Large_Shareholders_and_Form_of_Payment_in_M_and_A_Evidence_from_Canada
- Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3–4), 517–543. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00613.x>
- Bhargave, H., & Tandon, D. (2023). How does Tobin's Q respond to merger and acquisition announcements: Evidence of listed Indian firms. *International Journal of Professional Business Review*, 8(2), e01295. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i2.1295>
- Bindra, S., Sharma, D., Parameswar, N., Dhir, S., & Paul, J. (2022). Bandwagon effect revisited: A systematic review to develop future research agenda. *Journal of Business Research*, 143, 305–317. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.01.085>
- Borodin, A., Ziyadin, S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *JOURNAL OF INTERNATIONAL STUDIES*, 13(2), 34–47. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/3>
- Bradley, M. (1980). Interfirm tender offers and the market for corporate control. https://econpapers.repec.org/article/ucpjinlbus/v_3a53_3ay_3a1980_3ai_3a4_3ap_3a345-76.htm
- Bradley, M., & Sundaram, A. K. (2004). Do acquisitions drive performance or does performance drive acquisitions? SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.592761>
- Bradley, M., & Sundaram, A. K. (2004). Do acquisitions drive performance or does performance drive acquisitions? SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.592761>
- Business Transfers, family firms and entrepreneurship | Bérangère Desc. (2020, December 13). Taylor & Francis. <https://www.taylorfrancis.com/books/edit/10.4324/9781003022527/business-transfers-family-firms-entrepreneurship-dominique-barbelivien-b%C3%a9rang%C3%a8re-deschamps-audrey-missonier-paulette-robic-catherine-th%C3%a9venard-puthod>
- Chan, K., Ge, L., & Lin, T. (2015). Informational content of options trading on acquirer announcement return. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), 1057–1082. <https://doi.org/10.1017/s0022109015000484>
- Datta, D. K., & Narayanan, G. E. P. A. V. K. (1992). Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta- Analysis. *Strategic Management Journal*, 13(1), 67–84. <https://www.jstor.org/stable/2486611>
- De Luque, M. F. S., Bobina, M., & Grachev, M. (2018). The differential effects of culture on international trade: inhibitor or contributor? Researchgate. https://www.researchgate.net/publication/326468254_The_Differential_Effects_of_Culture_on_International_Trade_Inhibitor_or_Contributor
- Defining Merger, Acquisition, Consolidation, and Divestiture publié par Washington Valuation : <https://www.washingtonvaluation.com/post/defining-merger-acquisition-consolidation-and-divestiture>
- Delong, G. L. (2001). Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 59(2), 221–252. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00086-6](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00086-6)
- Delsol, P. E. (2013, 12 septembre). Microsoft joue son atout Nokia. www.usinenouvelle.com. <https://www.usinenouvelle.com/article/microsoft-joue-son-atout-nokia.N204597>

Devos, E., Department of Economics and Finance, College of Business Administration, University of Texas, El Paso, Kadapakkam, P.-R., Department of Finance, College of Business, University of Texas, San Antonio, Krishnamurthy, S., & School of Management, SUNY – Binghamton University. (n.d.). How do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies [Journal-article].

<https://citeseerx.ist.psu.edu/document?Repid=rep1&type=pdf&doi=1bdd55f8964a76f10055fa6021c81cc517cb9737>

Devos, E., Kadapakkam, P., & Krishnamurthy, S. (2008). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179–1211. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn019>

Donadio, A., Nègre, E., Verdier, M.-A., Hamza, T., & Batnini, F. (2017). Chapitre 15. Fusions et acquisitions. Cairn.info. <https://shs.cairn.info/dscg-2-finance--9782311404326-page-409?Lang=fr>

Dupont-Calbo, J. (2013, 4 septembre). Nokia, le roi déchu du mobile ouvre « un nouveau chapitre » de son histoire. *Le Monde.fr*. https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/09/04/nokia-le-roi-dechu-du-mobile-ouvre-un-nouveau-chapitre-de-son-histoire_3470946_3234.html

Eckbo, B. E. (1992). Mergers and the value of antitrust deterrence. *The Journal of Finance*, 47(3), 1005–1029. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04003.x>

Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2000). Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1), 1. <https://doi.org/10.2307/2676236>

Eijckelhoff, M., & Debaenst, D. (Directors). (2023). Regulations. In *Vlerick Business School, M&a Awards Belgium 2023* [Report]. <https://maawards.be/wp-content/uploads/2023/06/Regulations-MA-Awards-Belgium-2023.pdf>

EL Yaakoubi, Y., & Kinon, V. (2023). En quoi les fusions-acquisitions programmatiques diffèrent-elles des fusions-acquisitions classiques en termes de création de valeur ? *Ichec*. https://cataloguebibliotheque.ichec.be/doc_num.php?Explnum_id=480

Eun, C. S., Kolodny, R., & Scheraga, C. (1996). Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses. *Journal of Banking & Finance*, 20(9), 1559–1582. [https://doi.org/10.1016/s0378-4266\(96\)00013-1](https://doi.org/10.1016/s0378-4266(96)00013-1)

European Central Bank. (2012). THE EURO AREA BANK LENDING SURVEY - JANUARY 2012 -. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/pdf/ecb.blssurvey2011q4.en.pdf?utm

Explore the world's knowledge, cultures, and ideas. (n.d.). JSTOR. <https://www.jstor.org/>

Fee, C., & Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, 74(3), 423–460. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.002>

Fernandes, N. (2019). *The value killers - how Mergers and Acquisitions cost companies billions and how to prevent it* – Nuno Fernandes. (1st ed.). Palgrave Macmillan. <https://dokumen.pub/the-value-killers-how-mergers-and-acquisitions-cost-companies-billionsand-how-to-prevent-it-1st-ed-978-3-030-12215-7978-3-030-12216-4.html>

Finkelstein, R. L. A. S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A case Survey of Synergy Realization. *Organization Science*, 10(1), 1–26. <https://www.jstor.org/stable/2640385>

- Fouquet, C. (2013, February 14). La zone euro a bien été en récession en 2012. Les Echos. <https://www.lesechos.fr/2013/02/la-zone-euro-a-bien-ete-en-recession-en-2012-335736>
- Gaughan, P. A. (2007). Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. John Wiley & Sons, Inc. https://www.r-5.org/files/books/ethology/enterprise/Patrick_Gaughan-Mergers_and_Acquisitions-EN.pdf
- General Court. (s. D.). Court Of Justice Of The European Union. https://curia.europa.eu/jcms/jcms/Jo2_7033/en/
- Gintrac, A. (2017). La synergie : concept utile ou fausse justification ? Question(S) De Management, n° 16(1), 103–112. <https://doi.org/10.3917/qdm.171.0103>
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. European Financial Management, 10(1), 9–45. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036x.2004.00239.x>
- Gomes, E., Angwin, D. N., Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2012). Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. Thunderbird International Business Review, 55(1), 13–35. <https://doi.org/10.1002/tie.21521>
- Graebner, M. E. (2004). Momentum and Serendipity: How acquired leaders create value in the integration of technology firms. Strategic Management Journal, 25(8/9), 751–777. <https://www.jstor.org/stable/20142160>
- Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. International Journal of Industrial Organization, 21(5), 625–653. [https://doi.org/10.1016/s0167-7187\(02\)00107-8](https://doi.org/10.1016/s0167-7187(02)00107-8)
- Gul, F. A., Krishnamurti, C., Shams, S., & Chowdhury, H. (2020). Corporate social responsibility, overconfident ceos and empire building: Agency and stakeholder theoretic perspectives. Journal of Business Research, 111, 52–68. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.035>
- Gunkel, M., Schlaegel, C., Rossteutscher, T., & Wolff, B. (2014). The human aspect of cross-border acquisition outcomes: The role of management practices, employee emotions, and national culture. International Business Review, 24(3), 394–408. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.09.001>
- Gunkel, M., Schlaegel, C., Rossteutscher, T., & Wolff, B. (2014). The human aspect of cross-border acquisition outcomes: The role of management practices, employee emotions, and national culture. International Business Review, 24(3), 394–408. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.09.001>
- Hajiyeva, A. (2020). The impact of mergers and acquisitions on the operational performance of companies in emerging capital markets [Journal-article]. Review of Socio-Economic Perspectives, 4–4, 11–23. <https://doi.org/10.19275/RSEP093>
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal. New York: Free Press.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? Journal Of Financial Economics, 31(2), 135–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(92\)90002-f](https://doi.org/10.1016/0304-405x(92)90002-f)
- Hutchinson, C., & Beckmann, L. (2020). An analysis of M&A activity in the European SME market and value drivers of post-merger performance. <https://lup.lub.lu.se/student-papers/search/publication/9017951>
- Ibrahimi, M., & Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. Managerial Finance, 45(10/11), 1398–1415. <https://doi.org/10.1108/mf-02-2018-0053>

IMAA – Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances. (2025, 4 juin). M&A Statistics: Transactions and Activity by year. M&A Trends | IMAA. IMAA – Institute for Mergers, Acquisitions, And Alliances. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/#westerneurope>

John, K. (2010). It takes two to tango: overpayment and value destruction in M&A deals. https://warwick.ac.uk/fac/soc/wbs/subjects/accountinggroup/eventsandseminars/john_liu_and_taffler_v16.1_15.11.10.pdf

Junni, P., & Teerikangas, S. (2019). Mergers and acquisitions. Oxford Research Encyclopedia of Business and Management. <https://oxfordre.com/business/display/10.1093/acrefore/9780190224851.001.0001/acrefore-9780190224851-e-15>

Junni, P., & Teerikangas, S. (2019). Mergers and acquisitions. Oxford Research Encyclopedia of Business and Management. <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190224851.013.15>

Junni, P., & Teerikangas, S. (2019, avril). Mergers and acquisitions. Researchgate. https://www.researchgate.net/publication/333389497_Mergers_and_acquisitions#fulltextfilecontent

Kaiss, S. (2024). AN EMPIRICAL STUDY AND STATE OF PLAY OF THE LINK BETWEEN M&A OPERATIONS AND PERFORMANCE OF COMPANIES. International Journal of Professional Business Review, 9(7), e04856. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2024.v9i7.4856>

Kaiss, S. (2024). An empirical study and state of play of the link between m& ; a operations and performance of companies. International Journal Of Professional Business Review, 9(7), e04856. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2024.v9i7.4856>

Kaiss, S. (2024, July 4). L'impact des fusions et acquisitions sur la performance financière des entreprises dans la région MENA. <https://revues.imist.ma/index.php/JISELSC/article/view/50035>

Kalinowska, A., & Mielcarz, P. (2014). Methods of Payment in M&A Transactions and Operational Performance of Acquirers. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2419742>

King, D. R., & Taylor, R. (2012). Beyond the numbers: Seven stakeholders to consider in improving acquisition outcomes. Management Faculty Research and Publications. https://epublications.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?Article=1141&context=mgmt_fac&utm

Kipping, M. (2009). Assurer le succès des fusions et acquisitions : les contributions d'une approche historique. Cairn.info. <https://shs.cairn.info/revue-le-journal-de-l-ecole-de-paris-du-management-2010-6-page-14?Lang=fr>

Kolar, A. (2018). EVA as a Performance Measure of M&A - a performance evaluation and comparison study. <https://thesis.eur.nl/pub/45327/Kolar-A.-481639-.pdf>

Kwasi Apreku-Djan, P., Kwabena Ayittah, Amponsah Opere, E., & Kofi Oppong Apreku, I. (2022, juin). The impact of merger and acquisition motives on Value-Based Financial Performance of Banks. Reaserchgate. https://www.researchgate.net/publication/361817369_The_Impact_of_Merger_and_Acquisition_Motives_on_Value-Based_Financial_Performance_of_Banks

Lang, L. H., Stulz, R., & Walkling, R. A. (1991). A test of the free cash flow hypothesis. Journal of Financial Economics, 29(2), 315–335. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(91\)90005-5](https://doi.org/10.1016/0304-405x(91)90005-5)

Lardenoije, F. (2023, September 13). Analysis of the drivers of target and acquirer stock price performance following M&A transactions in the European banking sector during the 2009-2020 period. <https://thesis.eur.nl/pub/67515>

Le marché mondial des fusions et acquisitions se redresse, mais reste inégal. (2024). BCG Global. <https://www.bcg.com/press/16october2024-le-marche-mondial-des-fusions-et-acquisitions-se-redresse-mais-reste-inegal>

Lewellen, W. G. (1971). A PURE FINANCIAL RATIONALE FOR THE CONGLOMERATE MERGER. The Journal of Finance, 26(2), 521–537. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1971.tb00912.x>

Malgré la destruction de la valeur actionnariale, les actionnaires approuvent les projets de fusions-acquisitions. Comment arrive-t-on à ce résultat ? (n.d.). IRÉC. <https://irec.quebec/repertoire/fiche/malgre-la-destruction-de-la-valeur-actionnariale-les-actionnaires-approuvent-les-projets-de-fusions-acquisitions-comment-arrive-t-on-a-ce-resultat>

Mariana, S. (2015). CREATING OR DESTROYING VALUE THROUGH MERGERS AND ACQUISITIONS? https://econpapers.repec.org/article/orajourn/v_3a1_3ay_3a2015_3ai_3a1_3ap_3a593-600.htm

Martin, K. J. (1996). Le mode de paiement dans les acquisitions d'entreprises, les opportunités d'investissement et la propriété de la direction. Le Journal De La Finance, 51, 1227–1246. <https://doi.org/10.2307/2329393https://www.jstor.org/stable/2329393>

Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and acquisitions in Europe. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.880379>

Masulis, R., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. https://econpapers.repec.org/article/blajfinan/v_3a62_3ay_3a2007_3ai_3a4_3ap_3a1851-1889.htm

Merger and Acquisition in Banking Industry – IJSREM. (s. D.). <https://ijsrem.com/download/merger-and-acquisition-in-banking-industry/>

Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 7th Edition (ISBN: 9781119380764) by Patrick A. Gaughan

Meyer, Christine. B. (2008, avril). Value Leakages in Mergers and Acquisitions : Why they occur and how they can be addressed. Sciencedirect. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0024630108000022?Via%3Dihub>

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. Journal of Financial Economics, 73(2), 201–228. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. Journal of Financial Economics, 73(2), 201–228. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of Acquiring-Firm returns in the recent merger wave. The Journal of Finance, 60(2), 757–782. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00745.x>

Moline, Q. (2013). *Effets de synergie et primes versées. Étude de cas de regroupement d'entreprises dans le secteur brassicole* [Thesis]. <https://biblos.hec.ca/biblio/memoires/2013NO8.PDF>

Navatte, P., & Schier, G. (2008). La mesure de la performance des fusions – acquisitions : les apports des études récentes. La Revue Des Sciences De Gestion/La Revue Des Sciences De Gestion, Direction Et Gestion, n°233(5), 43–49. <https://doi.org/10.3917/rsg.233.0043>

Navatte, P., & Schier, G. (2008). La mesure de la performance des fusions – acquisitions : les apports des études récentes. La Revue Des Sciences De Gestion/La Revue Des Sciences De Gestion, Direction Et Gestion, n°233(5), 43–49. <https://doi.org/10.3917/rsg.233.0043>

Navette, P., & Schier, G. (2007). La mesure de la performance des fusions – acquisitions : les apports des études récentes. Cairn.info. <https://shs.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2008-5-page-43?Lang=fr>

Nyberg, L. (2019). Top Management Turnover Following Acquisitions - Why are they leaving? [Bachelor's Thesis, Aalto University School of Business]. In Aalto University (p. 26). <https://aaltodoc.aalto.fi/server/api/core/bitstreams/d6033622-4119-4df0-9e5e-dd2040c123c5/content>

Orosz, J. (2024, 26 avril). M&A Basics | The Letter of Intent - Morgan & Westfield. Morgan & Westfield. <https://morganandwestfield.com/knowledge/letter-of-intent/>

Presentation - Court of Justice of the European Union. (n.d.). CURIA. https://curia.europa.eu/jcms/jcms/Jo2_7024/en/

Pricewaterhousecoopers. (s. D.). Global M&A Industry Trends : tendances et perspectives 2025. Pwc. <https://www.pwc.fr/fr/publications/series/global-manda.html>

Puja Aggarwal Gulati & Sonia Garg, 2022. « Impact de la fusion sur le rendement des actions et la valeur économique ajoutée (EVA) des entreprises acquéreuses : une étude du secteur des entreprises indiennes », International Journal of Emerging Markets , Emerald Group Publishing Limited, vol. 19(3), pages 649-664, juillet.

Rachat de Nokia par Microsoft : l'avis des analystes. (2014, 31 janvier). Ictjournal. <https://www.ictjournal.ch/news/2014-01-31/rachat-de-nokia-par-microsoft-lavis-des-analystes>

Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. Industrial Marketing Management, 46, 24–35. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2015.01.003>

Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. Industrial Marketing Management, 46, 24–35. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2015.01.003>

Rahman, M., & Lambkin, M. (2015, avril). Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A Marketing perspective. Sciencedirect. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0019850115000206?Via%3Dihub>

Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?” Journal of Finance 45, no. 1 (March 1990): 31–48. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x>

Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. (2015). Impact of mergers and acquisitions on shareholders' wealth in the Short Run: An event Study approach. Vikalpa the Journal for Decision Makers, 40(3), 293–312. <https://doi.org/10.1177/0256090915600842>

Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2018). What goes wrong in M&As? On the Long-Run Success Factors in M&As. In Tilburg University & University of New South Wales, ECGI Working Paper Series in Finance [Working Paper]. https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalrenneboogvansteenkiste.pdf

Richardroll, “the hubris hypothesis of corporate takeovers,” journal of business 59, no.2 (April1986): 197–216.

Rohra, N., & Anita. (2023). Impact of mergers & acquisitions - a critical review of literature. In Academy of Entrepreneurship Journal (Issue Special Issue 3, pp. 1–14). <https://www.abacademies.org/articles/Impact-of-mergers-acquisitions-a-critical-review-of-literature-1528-2686-29-S3-012.pdf>

- Romanoff, T. (2016, 16 décembre). Comparison of competition law and policy in the US, EU, UK, China, and Canada. Bipartisan Policy Center. <https://bipartisanpolicy.org/blog/comparison-of-competition-law-and-policy-in-the-us-eu-uk-china-and-canada/>
- Rosenzweig, P. M. (1993). [Review of Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal, by P. C. Haspeslagh & D. B. Jemison]. The Academy of Management Review, 18(2), 370–374. <https://doi.org/10.2307/258765>
- SBAI, H. (2006). Determinants of short-term value destruction for the acquiring firm. Researchgate.net. https://www.researchgate.net/publication/327572938_DETERMINANTS_OF_SHORT-TERM_VALUE_DESTRUCTION_FOR_THE_ACQUIRING_FIRM
- Schweiger, D. M., & Goulet, P. K. (2005). Facilitating acquisition Integration through Deep-Level Cultural Learning Interventions: a longitudinal field experiment. Organization Studies, 26(10), 1477–1499. <https://doi.org/10.1177/0170840605057070>
- Schwert, W. (2000). Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? THE JOURNAL OF FINANCE. Www.jstor.org. <https://www.jstor.org/stable/222395>
- Sehleanu, M. (s. D.). CREATING OR DESTROYING VALUE THROUGH MERGERS AND ACQUISITIONS? <https://anale.steconomieuoradea.ro/volume/2015/n1/067.pdf>
- Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers. The Journal of Finance, 46(1), 409–419. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03758.x>
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. Journal of International Business Studies, 31(3), 387–405. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490913>
- Shahrur, H. (2004). Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers. Journal of Financial Economics, 76(1), 61–98. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.01.001>
- Simon, J. (2012). The eurozone crisis and its impact on the international financial markets. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/06/19/the-eurozone-crisis-and-its-impact-on-the-international-financial-markets/?Utm>
- Smit, C., & Ward, M. (2007). The impact of large acquisitions on the share price and operating financial performance of acquiring companies listed on the JSE. Investment Analysts Journal, 36(65), 5–14. <https://doi.org/10.1080/10293523.2007.11082484>
- Tamigniau, P. M. (2016, 25 mai). 7 milliards de dollars et deux ans plus tard, Microsoft met fin à l'expérience Nokia : un vrai fi. RTL Info. <https://www.rtl.be/art/info/magazine/hi-tech/7-milliards-de-dollars-et-deux-ans-plus-tard-microsoft-met-fin-a-l-experience-nokia-un-vrai-fiasco--821246.aspx>
- Tang, K. N. (2019). Restructuring: mergers and acquisition. In SpringerBriefs in business (pp. 57–61). https://doi.org/10.1007/978-981-13-8902-3_6
- Tariq, E., Moataz, E., & Yousry, A. (2021, juin). Real earnings manipulation surrounding mergers and acquisitions: the targets' perspective. Researchgate. https://www.researchgate.net/publication/352278893_Real_earnings_manipulation_surrounding_mergers_and_acquisitions_the_targets'_perspective
- Thompson, E. K., & Kim, C. (2020). Post-M&A Performance and Failure: Implications of Time until Deal Completion. Sustainability, 12(7), 2999. <https://doi.org/10.3390/su12072999>

- Thompson, E. K., & Kim, C. (2020). Post-Merger and acquisition Performance, Probability of default and delisting: an international study. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3614363>
- Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 943–963. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb03921.x>
- Tunyi, A. A. (2020). Revisiting acquirer returns: Evidence from unanticipated deals. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101789. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101789>
- Union européenne. (2012). Traité sur le fonctionnement de l'union européenne (version consolidée). *Journal Officiel De L'Union Européenne*, C 326/47-C 326/51. <https://eur-lex.europa.eu/lexuriserv/lexuriserv.do?Uri=CELEX:12012E/TXT:fr:PDF>
- University of Alberta Library - ezproxy Login. (s. D.). <https://www-jstor-org.login.ezproxy.library.ualberta.ca/stable/4622288?Seq=1>
- Westman, B., & Mildenberger, E. (2014). Is M&A success decided before the deal goes through? [Master thesis, Department of Economics, Lund University]. In Finance program (pp. 1–39). <https://lup.lub.lu.se/luur/download?Func=downloadfile&recordoid=9053136&fileoid=9053139>
- Westman, B., & Mildenberger, E. (2021). Is M&A success decided before the deal goes through? <https://lup.lub.lu.se/student-papers/search/publication/9053136>
- Yeh, T., Kansai Gaidai University, Hoshino, Y., & The University of Tsukuba. (2002). Shareholders' wealth, bank control, and large shareholders: An analysis of Japanese mergers. In Working Paper Series: Vol. Vol. 2002-08 [Working Paper]. <https://www.agi.or.jp/media/publications/workingpaper/WP2002-08.pdf>