HAL
open science

Les mécanismes de création de valeur au sein des fusions horizontales: Test des théories fondées sur les économies d'échelle, le pouvoir de marché et le partage de ressources stratégiques

Laurence Capron

▶ **To cite this version:**

Laurence Capron. Les mécanismes de création de valeur au sein des fusions horizontales: Test des théories fondées sur les économies d'échelle, le pouvoir de marché et le partage de ressources stratégiques. Gestion et management. HEC PARIS, 1996. Français. NNT : 1996EHEC0038 . pastel-00994828

HAL Id: pastel-00994828

https://pastel.hal.science/pastel-00994828v1

Submitted on 22 May 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ECOLE DES HAUTES ETUDES COMMERCIALES
JOUY-EN-JOSAS

THESE

Tome I

POUR L'OBTENTION DU TITRE
DE DOCTEUR ES SCIENCES DE GESTION

Nouveau doctorat (arrêté du 30 mars 1992)

SUJET

LES MECANISMES DE CREATION DE VALEUR AU SEIN DES FUSIONS HORIZONTALES :

TEST DES THEORIES FONDEES SUR LES ECONOMIES D'ECHELLE, LE POUVOIR DE MARCHE ET LE PARTAGE DE RESSOURCES STRATEGIQUES

Candidate

LAURENCE CAPRON

JURY

Président

BERNARD DE MONTMORILLON
Professeur à l'Université Paris IX Dauphine

Directeur de thèse

PIERRE DUSSAUGE
Professeur au Groupe HEC

Suffragants

MICHEL KALIKA
Directeur de l'IAE de Poitiers

WILL MITCHELL
Professeur associé, University of Michigan, rapporteur

BERNARD RAMANANTSOA
Directeur Général du Groupe HEC

JEAN-CLAUDE TARONDEAU
Professeur à l'Université Paris X Nanterre, rapporteur

Année de soutenance : 1996

Le Groupe HEC n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse: ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur.

REMERCIEMENTS

Fruit d'une réflexion et d'un travail de recherche personnels, la réalisation de la présente thèse n'aurait cependant pu être menée à bien sans le concours et le soutien d'un nombre important de personnes. Qu'elles trouvent ici l'expression de ma profonde gratitude.

En premier lieu, je tiens à remercier le Professeur Pierre Dussauge qui, en sa qualité de directeur de thèse, m'a prodigué encouragements et conseils au cours de mes études doctorales et a guidé ma démarche de recherche. Je lui exprime également une grande reconnaissance pour m'avoir permis d'aller approfondir cette recherche à l'Université du Michigan.

Je voudrais en second lieu exprimer ma gratitude au Professeur Will Mitchell pour le rôle déterminant qu'il a joué dans ma formation à la recherche tant sur le plan conceptuel que méthodologique et pour la disponibilité dont il a fait preuve lors de mes séjours à l'Université du Michigan.

Je tiens également à remercier le Professeur Bernard Ramanantsoa et l'ensemble des responsables du Groupe HEC ainsi que la Fondation HEC pour le soutien financier qui a rendu possible la réalisation de cette recherche.

J'aimerais également remercier le Professeur Gilles Laurent pour ses conseils avisés lors de l'élaboration de mon questionnaire.

J'exprime également ma reconnaissance au Professeur Laurent Jacque pour ses conseils bienveillants et avisés.

Je remercie les Professeurs Jean-Claude Tarondeau et Christian Koenig pour leurs apports conceptuels et leurs conseils reçus dans le cadre des séminaires du D.E.A. de Stratégie et

Management de l'Université de Paris X-Nanterre.

Il me faut encore remercier les professeurs et les doctorants de l'Université du Michigan qui ont facilité mon insertion au département de Stratégie. Je tiens à cet égard à remercier particulièrement le Professeur Aneel Karnani et Karen Schnatterly.

Je tiens également à remercier les Professeurs Chris Higgins et Douglas Baer de l'Université de Western Ontario pour leurs conseils méthodologiques relatifs à l'analyse statistique des données et à l'élaboration du modèle causal.

Par ailleurs, cette thèse ne serait pas ce qu'elle est sans la qualité de l'environnement intellectuel et matériel dont j'ai bénéficié dans le cadre du groupe HEC. Je tiens à remercier mes collègues du Département Stratégie et Politique d'Entreprise dont les discussions et suggestions ont contribué à faire progresser ma recherche. Je dois aussi une grande reconnaissance à toute l'équipe du Doctorat HEC pour sa gentillesse et sa disponibilité. Je voudrais en particulier remercier ici Danièle Alix. Je remercie l'équipe de la bibliothèque du Groupe HEC pour l'aide apportée dans la recherche bibliographique. Je tiens également à remercier Nicole Neuveu et Laurence Ninet qui ont assuré une partie de la dactylographie du manuscrit.

Je remercie Anne et Xavier du soutien qu'ils m'ont témoigné et pour avoir participé à différentes reprises à la relecture de ce manuscrit. J'aimerais également remercier ma famille et mes amis, Florence, Agnès, Olivier, Valérie, Caroline, Françoise, Magali et Frédéric de leur soutien permanent.

Enfin, je remercie Pierre pour sa relecture et ses encouragements.

CHAPITRE 1

LES FUSIONS ET ACQUISITIONS A TRAVERS L'HISTOIRE : UN PHENOMENE ANCIEN A L'EFFICACITE CONTROVERSÉE

1.1. LES FUSIONS ET ACQUISITIONS AUX ETATS-UNIS : UN PHENOMENE CYCLIQUE

1.1.1. La première vague de fusions et acquisitions : 1887-1904

1.1.2. La deuxième vague de fusions et acquisitions : 1916-1929

1.1.3. La troisième vague de fusions et acquisitions : 1950-1970

1.1.4. Synthèse

1.2. LES FUSIONS ET ACQUISITIONS EN EUROPE : UN ENSEMBLE HETEROCLITE

1.2.1. Le développement des fusions en Grande-Bretagne

1.2.2. Le développement des fusions en Allemagne

1.2.3. Le développement des fusions en France

1.2.4. Les fusions des années quatre-vingt : l'agressivité des entreprises européennes

1.3 SYNTHESE DU CHAPITRE 1

Il n'est pas aisé de saisir les fusions et acquisitions qui se sont déroulées dans les économies occidentales depuis la fin du siècle dernier dans leur globalité. En effet, aucun pays ne répertorie systématiquement tous les rachats d'entreprises de telle sorte que les coupures de presse constituent la source d'information majeure. Cette source d'information soulève des problèmes méthodologiques importants notamment si l'on cherche à établir des comparaisons entre pays. En effet, dans les économies à forte capitalisation boursière des entreprises comme le Royaume-Uni ou les Etats-Unis, les informations émanant de la presse sont davantage susceptibles d'être un reflet fidèle de la réalité des fusions et acquisitions que dans une économie dominée par des entreprises privées de taille moyenne, comme en Allemagne, qui n'ont aucun devoir d'information vis à vis du public. Il n'existe donc, à notre connaissance, aucune statistique qui reflète la situation exacte en matière d'opérations de fusions dans l'ensemble des pays. Cette contrainte a fortement influencé l'organisation de ce chapitre. Nous avons, en effet, choisi d'accorder une place prépondérante aux fusions réalisées par des entreprises américaines de manière à tirer parti de la richesse des données et du grand nombre de travaux académiques portant sur ce sujet. Par ailleurs, il est à noter que, contrairement à la majorité des pays européens, les fusions ont constitué de longue date un élément majeur de l'économie américaine. A l'exception de la Grande-Bretagne, l'Europe n'a connu de développement des fusions et acquisitions qu'à partir des années soixante, et généralement à l'initiative d'Etats désireux de renforcer la compétitivité de leurs entreprises, notamment par la formation de champions nationaux. Ce n'est qu'à partir des années quatre-vingt que d'importantes opérations ont été réalisées par les industriels européens.

La première partie de ce premier chapitre retrace l'historique et analyse les vagues de fusions

qu'ont connues les Etats-Unis depuis le siècle dernier. Dans ce dessein, on examinera les trois vagues de fusions correspondantes aux périodes respectives de 1887-1904, 1916-1929, et 1950-1970. On cherchera, à travers l'analyse de ces vagues, à souligner, sur le plan macro-économique d'une part, les facteurs liés à l'environnement économique et institutionnel qui ont favorisé l'émergence de ces vagues et, sur le plan micro-économique d'autre part, les motivations des entreprises qui les ont conduites aux fusions et leur impact sur la performance. Nous n'intègrerons pas dans ce cadre d'analyse la vague de fusions des années quatre-vingt vis-à-vis de laquelle nous manquons de recul historique. La seconde partie de ce chapitre s'intéressera aux fusions réalisées par les entreprises européennes. En raison du manque de données et du caractère récent de ce phénomène en Europe (exception faite de la Grande-Bretagne), cette partie sera plus succincte que la précédente et de nature plus factuelle. Enfin, compte tenu du relatif cloisonnement des marchés nationaux, les fusions et acquisitions réalisées par des entreprises européennes ne peuvent pas être appréhendées de façon homogène. C'est la raison pour laquelle nous avons choisi de présenter séparément la situation des trois pays européens qui ont été les plus actifs en matière de fusions et acquisitions et sur lesquels nous disposons de l'information la plus riche, à savoir la Grande Bretagne, l'Allemagne (ex. RFA) et la France.

Groupe HEC
BIBLIOTHÈQUE
JOUY-EN-JOSAS

1.1. LES FUSIONS ET ACQUISITIONS AUX ETATS-UNIS : UN PHENOMENE CYCLIQUE

Les fusions et acquisitions aux Etats-Unis sont apparues par vagues successives au cours des périodes de forte croissance et de vitalité boursière, avant de décliner devant les premiers signes de ralentissement économique et la nécessité de consolider les rachats entrepris. On distingue généralement quatre phases de fusions et acquisitions aux Etats-Unis (Stigler, 1955, Mueller, 1977, Golbe et White, 1988, Weston et *al.*, 1990) :

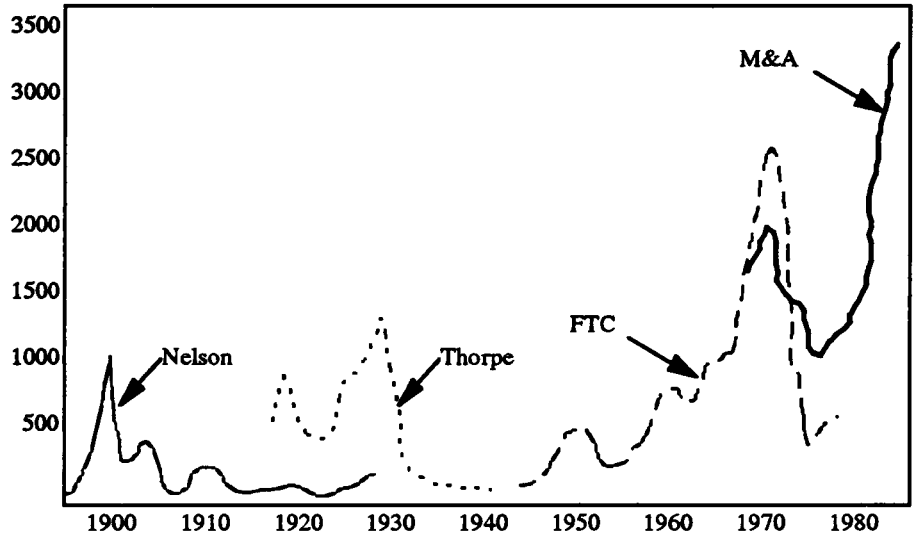
- la vague de 1887 à 1904, composée essentiellement de fusions horizontales (entre concurrents);
- la vague de 1916 à 1929, caractérisée par des regroupements verticaux et de diversification liée;
- la troisième vague, qui s'étend de 1964 jusqu'au début des années 1970, correspondant à la formation de vastes conglomérats;
- enfin, la reprise de la croissance externe depuis 1976, marquée par la recherche de consolidation de parts de marché sur le plan international dans un contexte marqué par la dérégulation, la libéralisation des échanges, la globalisation des marchés et l'assouplissement de la législation antitrust.

Les travaux entrepris par Golbe et White (1988) permettent une comparaison plus précise de l'ampleur de ces vagues grâce à leur réalisation d'une synthèse des données des différents recensements des fusions américaines effectués par Nelson (1959) pour la période 1845-1920, par Thorpe pour les années 1919-1939, par la *Federal Trade Commission* (*FTC*) pour la période 1948-1979, et enfin par le magazine *Mergers and Acquisitions* qui recense les rachats d'entreprises

américaines réalisées par les sociétés étrangères ou nationales depuis 1967. La figure ci-dessous illustre l'évolution du nombre de fusions américaines depuis la fin du siècle dernier.

FIGURE 1

Evolution du nombre de fusions de 1895 à 1985 aux Etats-Unis

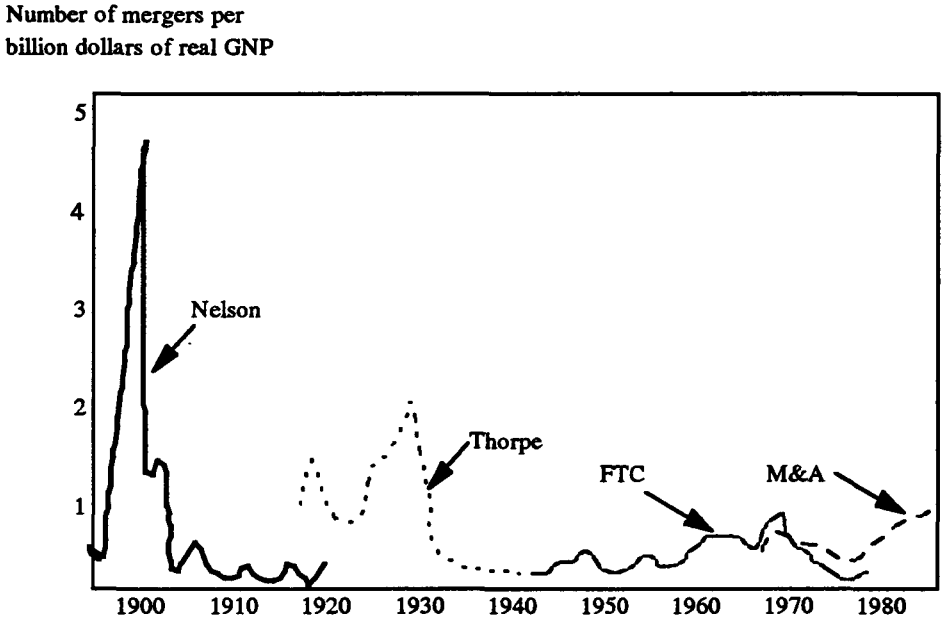


In Golbe, D.L. et White, G.L. 1988. A time-series analysis of mergers and acquisitions in the US economy. in Auerbach, A.J. *Corporate takeovers: Causes and consequences*. The University of Chicago Press.

La taille absolue des opérations de regroupement d'entreprises doit cependant être relativisée par rapport à l'importance et à la concentration des structures productives de chaque pays. En effet, en raison du fort développement économique au cours des trente dernières années, il n'est *a priori* pas évident que les fusions des années quatre-vingt aient un impact plus important sur les structures productives que les fusions des vagues précédentes. En rapportant le volume des fusions à la valeur du produit national brut, Golbe et White (1988) montrent que, comparativement au niveau du développement économique, l'activité de fusions a été plus intense au cours de la première et de la seconde vague qu'au cours des deux suivantes, comme le montre la figure ci-dessous.

FIGURE 2

Evolution de l'activité de fusions par rapport au P.N.B. aux Etats-Unis de 1895-1985



In Golbe, D.L. et White, G.L. 1988. A time-series analysis of mergers and acquisitions in the US economy. in Auerbach, A.J. *Corporate takeovers: Causes and consequences*. The University of Chicago Press.

Certaines limites concernant ce travail de compilation de données méritent d'être mentionnées. Les recensements des trois premières séries se limitent aux secteurs primaires et secondaires. L'exclusion du secteur des services constitue un biais non négligeable pour la période de l'après-guerre couverte par les données de la *FTC*. Par ailleurs, les données entre les quatre séries ne sont pas homogènes en raison de l'utilisation de critères de recensement différents (taille, valeur des actifs, fusions annoncées versus fusions réalisées, etc.). Malgré ces limites méthodologiques, cette reconstitution historique nous montre que les fusions et acquisitions ne représentent pas un

phénomène nouveau. Cependant, certains spécificités, que nous aborderons ultérieurement, caractérisent la vague actuelle des fusions et acquisitions : son caractère international, l'ampleur des transactions et la nature hostile d'un nombre significatif d'opérations.

La présentation des trois vagues de fusions sera articulée en deux parties: une première partie de nature factuelle aura pour objet de décrire l'ampleur et le développement du phénomène, et une seconde partie sera consacrée à la synthèse des travaux de recherche visant à expliquer l'apparition du phénomène ou à en évaluer les effets.

1.1.1. La première vague de fusions et acquisitions : 1887-1904

La première vague de fusions a retenu particulièrement notre attention en raison de ses effets sur les structures concurrentielles de l'économie américaine, de la similarité de la nature de ses regroupements avec ceux opérés dans les années quatre-vingt (de type horizontal), et enfin de la richesse des études réalisées sur cette vague par les économistes dès les années vingt.

Description de la première vague de fusions et acquisitions

Les travaux réalisés par Chandler (1977) sur la naissance et le développement de la grande entreprise moderne aux Etats-Unis mettent en lumière le rôle de la croissance externe dans le développement des grandes entreprises. Plus spécifiquement, la perspective historique offerte par Chandler permet de comprendre le processus par lequel les fusions horizontales se sont développées à partir des ententes entre concurrents.

La formation d'ententes horizontales : les premiers pas vers les fusions d'entreprises

Les travaux de Chandler soulignent l'importance du rôle joué par les ententes entre concurrents au sein de l'économie américaine dès la seconde moitié du XIXième siècle, et notamment au cours des années 1870. Les entreprises américaines qui opéraient à cette époque à une échelle régionale se mirent à former des ententes avec leurs concurrents afin de faire face aux crises récurrentes de surproduction générées par l'industrialisation croissante de l'économie. Ces alliances visaient à maintenir un prix supérieur à celui du marché. Elles furent établies dans de nombreux secteurs industriels tels que la construction mécanique, le raffinage du pétrole, la chimie et la transformation des métaux.

L'objet de ces alliances a ensuite très rapidement évolué. Initialement limitées à une entente sur les prix, ces alliances devinrent un moyen de définir des quote-parts de production et de répartir équitablement les profits entre les entreprises partenaires. Cette évolution fut accompagnée d'une sophistication croissante des méthodes de gestion utilisées pour gérer les relations entre les partenaires de l'alliance. Les compagnies ferroviaires furent, dans ce domaine, les premières à innover en instaurant, dès 1870, des fonds de péréquation répartissant équitablement les profits entre les partenaires et décourageant les comportements opportunistes. Cependant, en raison de leur caractère officieux, ces alliances ne parvinrent pas à l'efficacité escomptée dans la mesure où ces dernières n'étaient pas dotées de moyens légaux pour sanctionner les comportements opportunistes (baisse secrète des prix, falsification des déclarations ...). Ainsi, afin d'établir des moyens de sanction plus efficaces, les compagnies ferroviaires officialisèrent ces alliances et demandèrent aux autorités publiques de veiller à leur bon fonctionnement. Certaines entreprises, afin d'exercer un contrôle plus

étroit sur leurs partenaires, eurent recours à des prises de participation croisées.

Toutefois, le recours à ces moyens de contrôle plus sophistiqués ne permit pas d'améliorer de façon significative le fonctionnement de ces ententes au sein desquelles aucune centralisation administrative n'avait pu être mise en place. Ainsi, afin de se doter d'un organe central de direction pouvant intervenir dans la gestion quotidienne et les décisions d'investissement de chaque entreprise-membre, certaines entreprises se regroupèrent au sein d'un trust, dont certains fonctionnèrent à l'échelle nationale (pétrole, huile de coton, huile de lin, sucre, whisky, transformation du plomb). La constitution de trust permit aux entreprises-membres d'adopter des pratiques juridiques et administratives innovantes, comme l'illustre l'exemple du trust constitué dans le secteur pétrolier (Chandler, 1977) qui, sous l'égide de la Standard Oil Company, permit d'imposer aux entreprises-membres des mesures de rationalisation des capacités de raffinage nécessaires à la mise en place d'un système de transport du pétrole par oléoduc. De telles mesures n'auraient pu être imposées dans le cadre d'un simple cartel. La formation du trust permit également à la Standard Oil de centraliser les achats de pétrole brut. Ainsi, l'ensemble de ces rationalisations permirent d'abaisser le coût du gallon de pétrole de 1,5 à 0,5 cent en trois ans (1882-1885). L'initiative prise par la Standard Oil fut suivie dans d'autres secteurs (sucre, traitement de plomb, whisky, etc.).

Toutefois, les trusts ne constituèrent qu'une solution temporaire car, dès le milieu des années 1880, ils furent vivement remis en cause en raison de leurs effets sur le fonctionnement des mécanismes concurrentiels. Le Congrès fut ainsi amené à adopter en 1890 le *Sherman Act*, prohibant "toute entente sous forme de trust ou autres ayant pour but de restreindre la concurrence". A l'issue

de la promulgation de cette loi anti-trust, de nombreux trusts se transformèrent en sociétés holding, ce qui favorisa la concentration industrielle et accéléra la transformation de fédérations de petites entreprises en grands groupes industriels.

La constitution des grands groupes industriels américains via la croissance externe: 1890-1904

Au cours des années 1890, de nombreuses entreprises tentèrent d'accéder à une position dominante dans leur secteur en fusionnant avec leurs concurrents. Au cours de la période 1887/1904, 15% des unités de production et des salariés de l'ensemble des secteurs manufacturiers furent touchés par des regroupements d'entreprises (Markham, 1955). Sur les 3.000 entreprises ayant fait l'objet d'une fusion ou d'une prise de contrôle au cours de cette période, 75% d'entre elles furent impliquées dans une fusion regroupant au moins cinq entreprises (contre 14% des fusions de la période 1915-1920), et 26% dans une fusion regroupant au moins dix entreprises (contre 1,4% des fusions de la période 1915-1920, cf Nelson, 1959). Ces fusions de grande envergure furent réalisées dans les secteurs de l'acier, de l'emballage, de l'équipement électrique, du papier, des machines agricoles, du sucre, des explosifs et du tabac. L'opération la plus spectaculaire fut entreprise dans le secteur de l'acier avec la formation d'United States Steel Corporation à partir de la fusion de 785 aciéries. De nombreuses entreprises qui continuent de nos jours à dominer le marché américain ont été constituées au cours de cette première vague de fusions : General Electric (issue de la fusion de Thomson Houston et Edison General Electric en 1892), American Tobacco (constituée du regroupement des cinq leaders de ce secteur), American Can (constituée en 1901 à partir du regroupement de 120 firmes du secteur), Du Pont (formée à partir du rachat d'une centaine de concurrents au cours de la

période 1872-1912), Pittsburgh Plate Glass, United Fruit, Eastman Kodak, etc.

Les fusions réalisées au cours de cette période permirent généralement l'accession à des positions de marché dominantes sur le plan national, voire quasi-monopolistiques, comme le montrent les recherches réalisées par les économistes. Parmi les 92 opérations importantes de fusions constitutives de son échantillon, Moody (1904) constate que 78 d'entre elles ont permis aux entreprises fusionnantes d'accéder à une part de marché nationale supérieure à 50%. A partir d'une étude des fusions réalisées dans 22 secteurs manufacturiers, Stigler (1950) montre que les fusions de la première vague ont transformé la majorité des secteurs en quasi-monopoles : 15 sont devenus monopolistiques, quatre oligopolistiques et un seul est resté fragmenté. Dans cette même veine, les travaux de Markham (1955) analysent l'effet des fusions horizontales sur les structures concurrentielles des secteurs manufacturiers. Ses résultats montrent que 71 secteurs qui étaient concurrentiels ou oligopolistiques avant la première vague de fusions se sont transformés en secteurs quasi-monopolistiques à l'issue des opérations de concentration (industrie du tabac, des explosifs...). Plus récemment, Lamoreaux (1985) a entrepris un recensement quasi-exhaustif des opérations de fusions de grande envergure de cette période et a évalué leur impact sur la concentration sectorielle (cf. tableau ci-dessous).

TABLEAU 1

Formation des grandes entreprises américaines par croissance externe (1887-1904)

Part de marché nationale < 40 %	Part de marché nationale > = 40 % et < 70 %	Part de marché nationale > = 70 %
Amalgamated Copper	American Bicycle	American Brake Shoe & Foundry
American Cigar	American Brass	American Can
Cleveland & Sandusky Brewing Co.	American Car & Foundry	American Chicle
Dayton Breweries	American Felt	American Fork & Hoe
Empire Steel & Iron	American Fisheries	American Hide & Leather
Independent Glass	American Linseed	American Ice
Maryland Brewing	American Malting	American Locomotive
Massachusetts Breweries	American Sewer Pipe	American School Furniture
New Orleans Brewing	American Shipbuilding	American Seeding Machine
New York & Kentucky	American Smelting & Refining	American Snuff
Pacific Coast Biscuit	American Stove	American Stogie
Pennsylvania Central Brewing	American Thread	American Window Glass
Pittsburgh Brewing	American Woolen	American Writing Paper
Providence Ice	California Fruit Canners Assoc.	Casein Co. of America
Pure Oil	General Chemical	Central Foundry
Republic Iron & Steel	International Salt	Chicago Pneumatic Tool
Standard Shoe Machinery	International Silver	Continental Tobacco
Susquehanna Iron & Steel	National Biscuit	Corn Products
United Breweries	National Candy	Crucible Steel
U.S. Flour Milling	National Enameling & Stamping	Distilling Co. of America
Virginia Iron, Coal & Coke	National Fireproofing	DuPont
	National Glass	Eastman Kodak
	New England Cotton Yarn	General Aristo
	Royal Baking Powder	Harbison-Walker Refractories
	Rubber Goods Mfg. Co.	International Harvester
	Standard Table Oil Cloth	International Paper
	United States Cotton Duck	International Steam Pump
	United States Shipbuilding	Mississippi Wire Glass
	United States Steel	National Asphalt
	Virginia-Carolina Chemical	National Carbon
		National Novelty
		Otis Elevator
		Pittsburgh Plate Glass
		Railway Steel Spring
		Standard Sanitary Mfg.
		Union Bag & Paper
		United Box Board & Paper
		United Shoe Machinery
		United States Bobbin & Shuttle
		United States Cast Iron Pipe & Foundry
		United States Envelope
		United States Gypsum

Source : Lamoreaux. N. 1985. *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*. Cambridge University Press.

Cependant, à partir de 1903, le nombre de fusions chuta en raison de la récession économique, de la saturation du marché des valeurs industrielles et de la perte de confiance des investisseurs face aux médiocres performances de nombreuses firmes impliquées dans ces consolidations. Ce mouvement fut renforcé en 1904 par la décision de la Cour Suprême de dissoudre la Northern Securities Company (issue de la fusion de deux compagnies ferroviaires, Northern Pacific et Great Northern). Cette décision déclara la société holding illégale sur la base du *Sherman Act*. Toute holding dont l'objectif se limitait à restreindre la concurrence par la répartition des marchés et par le contrôle des prix était désormais devenue condamnable. Le recours à la société holding ne protégeait plus les entreprises de la législation anti-trust en vigueur comme cela avait été le cas de 1890 à 1904.

Analyse de la première vague de fusions et acquisitions

Les premières recherches entreprises par les économistes ont mis en évidence des relations entre l'activité de fusions et acquisitions et le climat économique général. Ces recherches qualifiées par Steiner (1975) de *"multiple-cause hypothesis"* se distinguent de celles visant à tester une relation causale entre le développement des fusions et des motivations d'ordre purement micro-économique telles que la recherche d'économies d'échelle (*"principal-cause hypothesis"*). Steiner ne considère pas ces deux approches comme étant mutuellement exclusives car dans de nombreux cas, les motivations micro-économiques poursuivies dans le cadre des fusions par les acquéreurs sont généralement favorisées par un climat macro-économique général propice.

> *"Suppose that certain motivations are always present with respect to some potential mergers. These would include opportunities for real economies, for increased profits via market power, for settling intra corporate fights, for achieving growth objectives, and for earning commissions on the exchange of securities. Let me postulate that these are important*

motivations and that, while they may become stronger or weaker in response to exogeneous influences, they are always there to a significant degree. For any level of other variables, they would always motivate some mergers. But the more conducive other considerations become, the more mergers actually get consummated. It takes mutual benefits to make a merger. If the stock market suddenly becomes bullish toward mergers, a merger that managers always wanted (but owners resisted) may become attractive to the owners of the target company. If credit conditions tighten and interest rates rise, the advantage of acquiring idle liquid assets and transferring them tax free, may be the straw that motivates a merger that previously had latent market power advantages which were, however, not by themselves worth the antitrust risk"..

In Steiner. P.O. 1975. *Mergers, Motives, Effects, Policies,* Ann Arbor : University of Michigan Press.

Facteurs économiques et institutionnels favorables aux fusions

La reprise de la croissance économique de 1898 à 1902, propice au développement des fusions, ne suffit pas à rendre compte de l'ampleur de la première vague. Deux facteurs liés au développement économique sont à prendre en considération : le développement des infrastructures économiques et l'introduction des technologies de production de masse.

Le développement des infrastructures économiques, en particulier l'achèvement du réseau ferroviaire et télégraphique, décloisonna les marchés régionaux. La formation de ce nouveau marché national augmenta de façon significative les débouchés des entreprises qui, jusqu'alors, opéraient sur un plan régional ou local. Ainsi, la surface moyenne desservie par une entreprise fut multipliée par trois de 1882 à 1892 (Markham, 1955). L'accès à ces nouveaux marchés nécessitait de produire des quantités plus importantes. L'augmentation du volume de production fut réalisée, soit par l'adjonction de nouvelles capacités de production, soit par le rachat de capacités existantes. La croissance externe

permettait un gain de temps par rapport au développement interne. En revanche, elle engendrait des rationalisations onéreuses qu'évitait le recours à la croissance interne. Quant à la mise en oeuvre de la distribution de masse, l'inexistence de structures de commercialisation obligea la plupart des entreprises à s'intégrer verticalement par croissance interne.

La constitution de ce vaste marché national eut pour conséquence d'attiser la concurrence entre des firmes qui, auparavant, n'étaient pas en concurrence directe dans la mesure où elles desservaient des marchés cloisonnés. Face à l'intensification de la concurrence, de nombreuses firmes contractèrent des alliances avec leurs nouveaux concurrents afin d'éviter de se concurrencer frontalement sur les prix. La forme que prirent ces alliances (trust, holding) fut généralement déterminée par les contraintes imposées par la législation anti-trust.

De façon concomitante, et en partie en réponse à l'émergence de ce marché national, les producteurs développèrent des technologies de production de masse. La mise en oeuvre d'une production de masse nécessitait une taille suffisamment importante pour amortir les investissements capitalistiques, ce qui déclencha une course à la taille critique et favorisa le développement des regroupements entre entreprises concurrentes. Ainsi, le développement de la taille des entreprises par le recours à croissance externe a été favorisé par l'industrialisation croissante et le développement des techniques de production dans un contexte de guerres de prix causées par les crises récurrentes de surproduction (notamment la crise aiguë de 1893). Selon Lamoreaux (1985), il est très probable que les entreprises américaines se seraient essentiellement développées par croissance interne si ces facteurs liés à l'environnement économique et technologique n'avaient pas joué un rôle si important.

D'un point de vue institutionnel, la description précédente des fusions des années 1890 montre l'influence de la législation anti-trust sur le développement et la nature des opérations de regroupement. En effet, de nombreuses entreprises, dont l'objectif se limitait à éviter la concurrence frontale avec leurs concurrents en contractant de façon officieuse des alliances, se virent obligées à la suite à la promulgation du *Sherman Act* de se regrouper au sein d'une entité juridique commune sous forme de holding. Cette contrainte juridique contribua à augmenter le nombre de fusions. La décision de la Cour Suprême (1904) de condamner les sociétés holding dont l'objectif se limitait à contrôler la concurrence fit ensuite chuter le nombre de fusions (chute également provoquée par la récession économique).

La vitalité du marché boursier après 1890 contribua également au développement des opérations de fusions. Réputé depuis 1850 pour être l'un des marchés boursiers les plus importants au monde, le marché de New York déborda d'activité dans les années 1890. Les entreprises eurent de plus en plus recours à l'émission d'actions pour financer leurs besoins en capitaux. La loi autorisant la formation d'une société holding fut bien accueillie par les investisseurs qui préféraient détenir les actions d'un holding plutôt que les certificats d'investissement d'un trust, qui représentaient des placements moins établis. Par ailleurs, le développement des fusions représentait pour les investisseurs de nouvelles opportunités de placements financiers. Le rôle des investisseurs et spéculateurs n'est pas à négliger pour rendre compte du développement spectaculaire des fusions, notamment à la fin des années 1890. En effet, à partir de 1897, la majeure partie des opérations furent initiées par des financiers et spéculateurs.

Les motivations micro-économiques

Face à l'intensification de la concurrence provoquée par le décloisonnement des marchés régionaux, les entreprises cherchèrent généralement à devenir plus compétitives en exploitant des économies d'échelle, désormais permises par les nouvelles techniques de production de masse. La recherche d'économies d'échelle déclencha une course à la taille critique favorable aux regroupements d'entreprises. De nombreuses associations professionnelles, désireuses de profiter de l'abaissement des coûts que permettaient les techniques de production de masse, passèrent à l'étape de la consolidation juridique, sans laquelle les consolidations de nature industrielle ne pouvaient être mises en oeuvre (Chandler, 1977).

Pour Stigler (1951), la recherche d'un pouvoir de monopole a constitué la principale motivation des fusions de cette première vague. Comme nous l'avons vu précédemment, l'étude de Moody (1904) a montré, à partir d'un échantillon de 92 fusions importantes, que 78 d'entre elles permirent aux entreprises fusionnantes d'accéder à une part de marché nationale supérieure à 50%. Par exemple, la constitution de General Electric fut motivée par la volonté des dirigeants de Thomson Houston et d'Edison General Electric de cesser de se concurrencer frontalement sur les prix afin de restaurer leurs profits. En supprimant la concurrence, les dirigeants escomptaient restaurer leur marge de rentabilité (du moins à court terme), et faire ainsi augmenter la valeur boursière du nouvel ensemble grâce à l'anticipation de la hausse des profits que feraient les investisseurs.

Lynch (1971) remet également en cause la thèse selon laquelle les fusions de la première vague auraient été principalement motivées par la recherche d'économies d'échelle. Il soutient la thèse développée par Stigler (1951) pour les raisons suivantes :

- Les mouvements de concentration ont en grande partie impliqué des entreprises d'une taille importante, plus soucieuses d'atteindre une position monopolistique que d'exploiter des économies d'échelle.

- On constate souvent qu'à l'issue du regroupement, les capacités de production furent maintenues dans les différents établissements préexistants à la fusion, alors que l'exploitation d'économies d'échelle aurait nécessité d'intégrer les capacités existantes au sein de nouveaux sites opérant à une échelle plus importante.

- Les fusions ont touché un large spectre de secteurs parmi lesquels certains n'ont pas adopté de nouvelles technologies de production. L'adoption de nouvelles technologies de production n'a pas été la seule source de réduction du coût des produits. L'abaissement général des coûts de transport a contribué de façon substantielle à l'abaissement du prix des produits.

Ces différentes thèses nous amènent à distinguer deux types de fusions : les fusions motivées par la recherche d'un surplus d'efficacité économique via la réalisation d'économies d'échelle, et celles motivées par la recherche d'un pouvoir de marché. Ces deux types de fusions sont accompagnés de politiques de mise en oeuvre différentes puisque le premier type nécessite une rationalisation des actifs de production et une centralisation administrative tandis que dans le second cas, les regroupements restent de simples confédérations d'entreprises. Ces deux explications alternatives (efficience économique versus pouvoir de marché) ont fait l'objet de nombreux travaux et débats parmi les économistes (Cf.. Weiss 1974 pour une revue de littérature sur ce sujet).

Par ailleurs, comme nous l'avons mentionné précédemment, un nombre important de fusions furent réalisées pour des raisons spéculatives, notamment à partir de 1897. De nombreux spéculateurs

favorisèrent la promotion des regroupements de type horizontal en arguant qu'il existait une relation systématique entre la consolidation de deux entreprises concurrentes et l'augmentation de leurs bénéfices respectifs en raison de l'élimination de la concurrence entre les entreprises fusionnantes. A une époque où les informations émises sur le marché boursier étaient peu contrôlées, de nombreux spéculateurs furent tentés de réaliser des plus-values financières à court terme en montant des opérations de regroupement pour lesquelles ils promettaient l'accès à un pouvoir de monopole (qui n'était que fictif). En diffusant des informations erronées, les spéculateurs parvenaient à convaincre d'autres investisseurs. Leur tactique était la suivante : après avoir réalisé la transaction et mis en place la consolidation juridique, les spéculateurs s'empressaient de revendre leurs actions à un prix supérieur au prix des actions achetées, et par conséquent supérieur à leur vraie valeur économique. Les actions étaient revendues très rapidement avant que le nouvel ensemble ne plonge dans un marasme financier (technique du *stock watering*). En revanche, lorsque le regroupement était viable sur le plan économique, les promoteurs de la fusion conservaient leurs actions (Scherer, 1980).

Performances économiques des fusions de la première vague

L'une des études pionnières sur les performances des fusions de la première vague fut réalisée par Dewing en 1914. A partir d'un échantillon constitué de 35 fusions qui furent entreprises entre 1873 et 1902, Dewing constata que les résultats des entreprises impliquées dans ces regroupements étaient médiocres. En effet, leurs performances au cours des années suivant la fusion étaient en moyenne 15 à 20% inférieures aux résultats avant le regroupement et très inférieures aux anticipations formées avant la fusion, comme le traduisent les propos ci-dessous:

"The estimated earnings were half again as large as the actual earnings of the first year

after the union, and nearly twice as great (175 %) as the average earnings during the ten-year period following consolidation. The divergence between the estimates and the actual results is even more apparent when we observe that in only four out the thirty-five cases did the earnings during the year following consolidation equal or exceed the estimates made by the promoters; and in only five cases -one-seventh of the total- did the average earnings for the ten-year period following consolidation equal or exceed the estimates made by the promoters and bankers at the time the trust was organized."
In Dewing. A.S. 1921. *A statistical test of the success of consolidations.* The Quarterly Journal of Economics, 36, pp 84-101.

Cependant, les résultats de cette étude comportent des limites en raison de la période d'étude retenue (selon le *National Bureau of Economic Research*, 25 des 35 regroupements étudiés furent réalisés juste avant de brèves périodes de récession), du choix des secteurs étudiés dont la rentabilité était inférieure à la moyenne des secteurs manufacturiers (Mead, 1930), et enfin du nombre limité d'opérations étudiées, rendant les résultats plus sensibles aux erreurs de management qui auraient pu être commises sur ces cas particuliers. A cet égard, Dewing reconnaît qu'une grande partie des échecs sont attribuables à des facteurs liés à la mise en oeuvre, au premier rang desquels figurent le manque d'efforts déployés pour mener à bien la rationalisation des actifs nécessaires à la réalisation d'économies d'échelle et le manque de compétences managériales pour gérer de tels regroupements. Par ailleurs, Dewing montre que l'augmentation des frais généraux et la perte de flexibilité générées par l'accroissement de la taille ont eu un impact non négligeable sur les performances des entreprises impliquées dans ces fusions.

La première étude statistique de grande ampleur sur les performances des fusions de cette période fut réalisée par Livermore en 1935. A partir d'un échantillon composé de 328 fusions, Livermore montre que 141 de ces opérations se sont soldées par un échec financier et que 53 ont été

dissoutes peu après leur constitution. L'étude aboutit à des résultats très intéressants puisqu'elle met en évidence une nette corrélation entre les performances et le secteur auquel appartiennent les entreprises impliquées dans la fusion. En effet, Livermore constate que les échecs ont été quasi-systématiques dans les secteurs à forte intensité de main-d'oeuvre comme l'industrie textile, du cuir et des ustensiles où la concentration de la production ne permettait pas de réduire sensiblement les coûts. En revanche, les succès ont été dominants dans des secteurs ayant recours aux techniques de production de masse ou en continu (chimie, métaux précieux, verre, etc.) ou dans des secteurs où la distribution exigeait des investissements spécialisés importants (secteur alimentaire, par exemple). La recherche de Livermore met ainsi en exergue l'existence d'un déterminisme sectoriel : les fusions horizontales furent généralement couronnées de succès dans les secteurs où il existait des effets de taille; à l'inverse, elles échouèrent dans les secteurs où il n'existait pas d'effets de taille sensibles. Cependant, certaines fusions échouèrent dans des secteurs favorables à la concentration. Livermore rend compte de ces situations paradoxales par des facteurs liés à la mise en oeuvre du regroupement, et plus spécifiquement à la qualité des gestionnaires chargés de la mise en oeuvre du regroupement (*"astute business leadership"*).

Vingt ans plus tard, Markham (1955) mena une recherche visant à vérifier la validité des travaux de Livermore. A partir du même échantillon, la recherche de Markham a corroboré les résultats de Livermore, aboutissant à un taux d'échec des fusions similaire (47%). A partir de l'analyse de cas historiques, les travaux réalisés par Chandler (1977) soutiennent également la thèse de Livermore en soulignant l'importance du déterminisme sectoriel et des qualités de gestion dans la réussite d'une opération de fusion. Chandler montre que les entreprises nées d'une fusion

horizontale ne sont parvenues à maintenir leur avantage concurrentiel que dans les secteurs sensibles aux effets de taille, i.e., où les techniques de production permettaient de réduire les coûts de façon substantielle et où la demande était élastique au prix.

> *"C'est seulement dans ces industries, utilisant les techniques de la production de masse pour des marchés de masse que l'avantage de la coordination administrative d'un volume élevé de produits en circulation permettait de garder une position dominante sur le marché."*
> In Chandler. A.D. 1977. *La main visible des managers : une analyse historique*. Economica

Par ailleurs, les entreprises qui ne dépassèrent pas le stade de la consolidation juridique dans les secteurs favorables aux effets de taille ne restèrent pas rentables. En restant de simples substituts aux ententes horizontales, ces entreprises devinrent moins productives que leurs consoeurs qui avaient opté pour la centralisation administrative et la rationalisation des actifs de production (Chandler, 1977). Ainsi, les fusions dont l'objectif se limitait à acquérir une rente de monopole en limitant ou supprimant la concurrence ne furent pas viables sur le plan économique. De nombreuses entreprises impliquées dans ce type de fusion furent démantelées au début du siècle. En revanche, les entreprises qui passèrent avec succès au stade de la consolidation administrative et industrielle purent maintenir, voire renforcer, leur avantage concurrentiel grâce à la baisse des coûts induite par la rationalisation de leurs actifs.

Yale Brozen (1982) abonde dans le sens de Chandler puisqu'il montre, à partir de l'étude de cas, que les entreprises qui se regroupèrent avec l'unique intention d'acquérir une position dominante sur le marché et d'en tirer profit par une augmentation de leurs prix de vente affichèrent rapidement des performances médiocres. A plusieurs reprises, des groupes tels qu'American Tobacco, American Sugar ou American Can, dont les parts de marché sur le plan national étaient supérieures à 80 %, se

virent contraints d'aligner leurs prix sur ceux de leurs petits concurrents. En dépit de la position dominante de ces leaders sur le marché, le maintien de prix élevés entraînait une érosion rapide de leur part de marché. Ainsi, American Can vit la part de marché de ses petits concurrents augmenter de 10 à 40 % en moins de deux ans suite à une légère augmentation du prix de ses produits. On trouve des épisodes similaires dans l'histoire d'American Tobacco.

Dans son étude quantitative sur les fusions du secteur manufacturier de cette première vague, Lamoreaux (1985) montre que le rachat de concurrents permettait à l'entreprise acquéreuse de mieux contrôler son environnement concurrentiel à court terme. En revanche, sur le long terme, le handicap de compétitivité induit par le coût de ces consolidations ne permettait pas aux entreprises qui avaient entrepris des fusions dans le seul but de contrôler la concurrence de maintenir ce pouvoir de domination (à moins qu'elles eussent réussi parallèlement à ériger des barrières à l'entrée dans leur secteur).

1.1.2. La deuxième vague de fusions et acquisitions : 1916-1929

A l'exception des travaux entrepris par Nelson (1959) et Eis (1969), les économistes n'ont pas entrepris de recherches majeures sur les fusions qui se sont déroulées au cours des années vingt (Borg, Borg & Leeth, 1989). Cette différence peut s'expliquer par la moindre ampleur des fusions de cette vague et par leurs conséquences plus limitées sur les structures concurrentielles de l'économie américaine. Par ailleurs, l'intérêt des économistes s'est principalement focalisé sur le phénomène marquant de cette période, à savoir la crise économique de 1929, plutôt que sur le comportement micro-économique des entreprises au cours des années précédant la Grande

Dépression.

Description de la deuxième vague de fusions et acquisitions

La reprise des fusions en 1916 fut interrompue par les années de récession qui suivirent la première guerre mondiale. Ce n'est qu'en 1922 que le mouvement de concentration reprit parallèlement à la reprise économique. Cette deuxième vague de fusions se distingue de la première par le type de secteur touché et la nature des regroupements (Markham, 1955). En effet, contrairement aux fusions de la première vague qui se sont déroulées essentiellement dans des secteurs manufacturiers et miniers, un nombre important des fusions de la seconde vague ont été entreprises dans le secteur des services publics (notamment la distribution de gaz et d'électricité). Par ailleurs, si la première vague de fusions a été dominée par les regroupements horizontaux, la seconde vague a été de nature plus composite. Un nombre important de regroupements furent ainsi constitués entre des entreprises dont les lignes de produits, les marchés géographiques ou le degré d'intégration verticale étaient différents. Cette vague marque le début des stratégies d'intégration verticale et de diversification liée par croissance externe (Nelson, 1959).

Les fusions des années vingt : mise en oeuvre des stratégies d'intégration verticale et de diversification liée

L'épuisement des opportunités de concentration horizontale dans certains secteurs et le renforcement de la législation anti-trust (par l'extension de son application à la société holding en 1904) ont favorisé l'émergence de nouveaux types de fusions telles que celles réalisées entre entreprises n'appartenant pas au même secteur mais exerçant leurs activités dans des secteurs connexes (fusions de diversification liée) ou à différents stades de la filière (fusions verticales).

Une part significative des acquisitions verticales de cette deuxième vague furent réalisées dans l'industrie minière et des métaux primaires, notamment dans le secteur du cuivre et du pétrole (intégration de l'activité d'extraction par les raffineurs ou de capacités de raffinage par les producteurs de pétrole brut, par exemple). Un nombre important d'entreprises appartenant aux secteurs alimentaire, chimique et des services suivirent des stratégies de diversification liée. Par exemple, Du Pont, après avoir été démantelé en 1911 en raison du monopole qu'il détenait sur le marché des explosifs, se diversifia dans d'autres branches de la chimie telles que le synthétique et la peinture. Chemicals fut constituée en 1920 à partir du regroupement de cinq firmes exerçant leurs activités dans des segments complémentaires de l'industrie chimique. General Foods et IBM furent également formées à cette époque à partir d'un regroupement d'entreprises dont les activités étaient complémentaires. Ces opérations de diversification liée correspondaient à des stratégies d'extension de gammes de produits.

Les rachats d'entreprises distribuant des produits similaires dans des marchés géographiques différents furent également nombreux. Ces stratégies d'élargissement de marché furent déployées dans l'industrie alimentaire, les services, le commerce de détail alimentaire, la grande distribution, les salles de cinéma et de spectacles, secteurs qui, jusqu'au début des années vingt, étaient restés fragmentés. L'industrie laitière illustre ce mouvement d'élargissement du marché avec la constitution de la National Dairy Company, regroupant 331 petites entreprises de produits laitiers au cours des années vingt. La National Dairy Company ne représentait en fait qu'une juxtaposition de marchés locaux.

Ces stratégies d'expansion géographique furent assimilées à un mouvement de diversification

liée. Cette caractérisation est toutefois contestable dans la mesure où ces acquisitions correspondent à un mouvement de concentration horizontale. En effet, si avant les années vingt, les entreprises des industries de "proximité" (alimentaire, service, cinéma) n'étaient pas concurrentes puisqu'opérant sur des marchés géographiques distincts, le développement du transport automobile a rendu concurrents des producteurs locaux et a favorisé les fusions dans des industries jusqu'alors fragmentées. Ces stratégies d'expansion géographique ('*market extension*') correspondent donc à l'entrée dans de nouveaux marchés géographiques mais peuvent également être analysées comme le rachat de nouveaux concurrents dans le cadre d'un marché de référence élargi. Ce problème de classification (fusions horizontales ou fusions d'expansion géographique) a certainement contribué à sous-estimer le nombre de fusions horizontales de cette deuxième vague. La seule étude quantitative portant sur les fusions des années vingt entreprise par Eis à la fin des années soixante a permis de valider la pertinence de ces interrogations relatives à la nature des fusions de cette seconde vague. En effet, les résultats obtenus par Eis (1969) montrent que le nombre de fusions horizontales de la deuxième vague a été largement sous-estimé.

Les fusions horizontales des années vingt : une dimension largement sous-estimée

Le recensement exhaustif réalisé par Eis (1969) montre que plus de la moitié des regroupements dans l'industrie manufacturière et minière se sont déroulés dans les cinq secteurs suivants : les métaux primaires, le raffinage du pétrole, les produits alimentaires, les produits chimiques et le transport. Dans des secteurs tels que la chimie ou l'alimentaire, Eis souligne que, dès 1917, un nombre important de fusions ont été entreprises entre concurrents. Parmi ces opérations, on mentionnera la fusion d'Union Carbide avec Carbon (1917), le regroupement d'Allied Chemical

avec Dye (1920), la constitution de Transcontinental Oil (1919), National Dairy Products, Bordens, Continental Baking Corporation (numéro deux du biscuit). Afin d'établir une classification rigoureuse des fusions et acquisitions en fonction de leur logique dominante, Eis a dressé une typologie dont les catégories reposent sur le degré de proximité des activités des entreprises fusionnantes. Deux critères utilisés antérieurement par les économistes Kaysen et Turner (1959) pour mesurer la substituabilité entre produits ont été retenus : la nature du produit et l'étendue géographique du marché desservi par l'entreprise. Cette méthodologie conduit Eis à classer les opérations de fusions à l'aide des sept catégories suivantes :

a. *Horizontale* : fusions réalisées entre entreprises directement concurrentes;

b. *Verticale* : fusions réalisées entre des entreprises exerçant leurs activités à des stades différents de la filière économique;

c. *Extension de gamme* : fusions réalisées entre des entreprises dont les gammes de produits sont complémentaires;

d. *Horizontale-Verticale* : fusions réalisées entre des entreprises dont une partie des activités mises en commun sont directement concurrentes et l'autre partie est exercée à des stades différents de la filière;

e. *Horizontale- Extension de gamme* : fusions réalisées entre des entreprises dont une partie des gammes de produits sont concurrentes et l'autre partie complémentaire;

f. *Verticale-Extension de gamme* : fusions réalisées entre des entreprises dont une partie des activités sont exercées à des stades différents de la filière et l'autre dans des secteurs connexes;

g. *Expansion géographique* : fusions réalisées entre des entreprises dont les produits sont similaires et les marchés géographiques complémentaires.

La répartition des 2.000 fusions et acquisitions étudiées par Eis (1969) au cours de la période 1926-1930 est présentée dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 2

Type de fusions et acquisitions réalisées au cours de la deuxième vague

Type de regroupement	Nombre de fusions appartenant à la catégorie/ nombre total de fusions	Montant des transactions de la catégorie/valeur total des transactions
Horizontale	40,7%	35,7%
Verticale	4,8%	4,6%
Extension de gamme	17,6%	20,6%
Horizontale- Verticale	9,7%	24,2%
Horizontale- Extension de gamme	13,9%	10,3%
Verticale- Extension de gamme	0,6%	0,4%
Expansion géographique	11,7%	4,1%
Non identifiable	1%	0,5%
Total de l'échantillon	1.946	7.265,7 Millions $
% des fusions classées dans cette typologie/nombre total de fusions au cours de cette période (1926-1930)	25%	73%

Source : Eis.C. 1969. The 1919-1930 merger movement in American industry. *Journal of Law and Economics*, XII, April.

Ces résultats montrent que les fusions horizontales ont été le mode dominant des regroupements au cours de la période 1926-1930 (40 % du total des fusions et 36% du montant total des transactions). Les fusions purement verticales furent très marginales (inférieures à 5 % de l'échantillon étudié, en volume et en valeur). En revanche, les regroupements réalisés entre des entreprises intégrées à différents stades de la filière économique furent plus nombreux : 10% du nombre des opérations, représentant 24% de la valeur totale des transactions. La différence entre ces deux valeurs provient du fait que cette catégorie comprend des fusions impliquant de gigantesques firmes pétrolières intégrant l'ensemble de leur filière. Les fusions de diversification liée correspondant à une extension de la gamme de produits ont représenté 18 % du volume des transactions et 21 %

du montant total des transactions. Au total, les fusions de diversification liée ("extension de gamme" et "expansion géographique") ont représenté moins de 30 % du total des opérations (en volume et valeur). En intégrant la catégorie hybride ("horizontale - expansion géographique"), la proportion des fusions de diversification reste inférieure à 50% du total des fusions constitutives de l'échantillon.

Les travaux réalisés par Eis (1969) montrent que la vague des années vingt a été très composite et que les regroupements horizontaux ont été largement sous-estimés. Cependant, contrairement à la première vague où les fusions horizontales permettaient dans la plupart des cas d'accéder à une position dominante sur le marché national, voire quasi-monopoliste, les fusions horizontales des années vingt n'ont pas permis de telles rentes de monopole. En revanche, ces opérations ont conduit à la formation d'oligopoles nationaux, soit en déconcentrant les secteurs qui étaient devenus monopolistiques au cours de la première vague (chimie, acier, verre, ciment, pétrole), soit en concentrant des secteurs restés jusqu'alors fragmentés (alimentation, services, distribution)

Analyse de la deuxième vague de fusions et acquisitions

Facteurs économiques et institutionnels favorables aux fusions

Le développement des regroupements des années vingt correspond à une période de croissance économique (reprise économique de 1922). Outre ce facteur macro-économique, le développement des transports a joué un rôle moteur dans le développement de certains types de fusion. En effet, le développement du transport automobile, en décloisonnant les marchés locaux, a favorisé les regroupements d'entreprises dans des activités de proximité (distribution, cinéma). Ce facteur a favorisé les fusions d'expansion géographique.

Par ailleurs, le développement des moyens de communication tels que la radio a permis le lancement de campagnes publicitaires à l'échelle nationale. La nécessité d'amortir de telles dépenses publicitaires a constitué une motivation importante aux fusions de diversification liée qui permettaient d'élargir la gamme de produits. Par ailleurs, dès les années vingt, le développement du système de distribution de masse reposant sur de faibles marges commerciales, incita les entreprises à réduire au maximum leurs coûts de production en accroissant leur volume de production. Les fusions horizontales constituèrent un moyen d'acquérir rapidement de nouvelles capacités de production.

D'un point de vue institutionnel, la législation anti-trust a favorisé le passage des secteurs organisés en quasi-monopole à l'oligopole, et a incité le développement d'acquisitions dans des secteurs connexes ou situés en amont ou aval (cas de Du Pont, par exemple). En effet, suite à l'érosion progressive de leurs parts de marché, les leaders n'ont pas cherché à retrouver leur situation monopolistique en se lançant dans de nouveaux programmes d'acquisition. Ils se sont contentés de racheter de petits concurrents et ont préféré investir dans des branches d'activité connexes (cas de Du Pont). En revanche, les firmes de second rang ont entrepris de vastes regroupements en vue de se hisser aux places de numéro deux ou trois de leur industrie. Par exemple, dans le secteur de l'acier, US Steel n'a acquis après sa dissolution qu'1 % des capacités de raffinage du secteur de 1908 à 1940 alors que parallèlement, ses concurrents directs, Bethlehem et Republic, ont acquis respectivement 13 % et 8 % des capacités existantes du secteur. Dans le domaine des boîtes de métal, Continental Can s'est hissé au second rang derrière American National Can grâce à l'absorption de dix-neuf petites entreprises concurrentes entre 1927 et 1930. Par ailleurs, deux facteurs complémentaires ont empêché les entreprises détenant un pouvoir monopolistique de conserver leur position dominante:

les capitaux nécessaires à l'acquisition de concurrents et à la restructuration de leurs actifs, et l'augmentation du nombre et de la taille des concurrents. Ces deux facteurs ont constitué les handicaps majeurs au maintien d'une position quasi-monopolistique par les leaders formés au cours de la première vague. En revanche, la législation anti-trust n'a pas représenté une menace aussi forte dans les années vingt qu'au cours des années 1900 et 1910. En effet, à la suite de deux poursuites anti-trust très contestées (United Shoe Machinery et United States Steel en 1918 et 1920), les autorités anti-trust ont adopté une politique plus souple en matière de contrôle des concentrations au cours des années vingt (Scherer, 1980). Enfin, l'euphorie boursière de la seconde moitié des années vingt a favorisé le développement des acquisitions de nature spéculative. A partir de 1927, une grande partie des fusions ont été initiées par des spéculateurs (en particulier des banques).

Les motivations micro-économiques

Les motivations micro-économiques des fusions de la deuxième vague varient d'un type de fusion à l'autre. En effet, il nous faut procéder à une analyse distincte des gains escomptés en fonction du type de fusion : horizontal, vertical et diversification liée.

Dans le cas des fusions horizontales, les motivations sont similaires à celles développées dans le cadre des opérations de la première vague. En effet, les fusions entre concurrents ont été motivées par la recherche d'économies d'échelle et d'un renforcement du pouvoir de marché. Comme nous l'avons souligné précédemment, le pouvoir de marché à l'issue de ces fusions provenait d'une rente "oligopolistique" (et non plus "monopolistique" comme cela avait été le cas au cours de la première vague, cf. Stigler, 1955).

Les fusions verticales ont été motivées par la recherche d'une sécurité accrue des débouchés et d'un meilleur contrôle des sources d'approvisionnement. Certaines de ces fusions ont également visé à accroître l'efficience interne grâce à l'amélioration de la coordination des activités situées à différents stades de la filière sur le plan technique et organisationnel (Stocking, 1955).

Enfin, les fusions de diversification liée ont permis d'élargir les gammes de produits et d'étendre la couverture géographique des activités de l'entreprise, favorisant ainsi l'amortissement des dépenses commerciales à l'échelle nationale. Par ailleurs, ces fusions représentaient de nouvelles sources de croissance en dehors de l'activité principale de l'entreprise. Rappelons également que les fusions verticales et de diversification liée évitaient de tomber sous le coup de la loi anti-trust (en dépit de son assouplissement, cette législation n'en constituait pas moins une menace latente non négligeable).

Les performances micro-économiques

Il n'existe à notre connaissance qu'une seule étude empirique quantitative portant sur les performances des fusions des années vingt, réalisée récemment par Borg et *al.* (1989). A partir d'un échantillon de 134 fusions, ces derniers ont observé l'évolution des rendements boursiers des entreprises acquéreuses au cours d'une période de sept ans, comprenant les trois années précédant la fusion, l'année de la consolidation juridique et les trois années suivant la consolidation. Les résultats montrent que les rendements post-fusion sont en moyenne inférieurs de 16% aux rendements avant la fusion. Borg et al. estiment que ces résultats sont très décevants dans la mesure où l'ensemble des conditions sur le plan économique (expansion économique, adoption des techniques de production de masse et de marketing national, développement de marques nationales,

sophistication des méthodes de management de portefeuille multi-produits) et institutionnel (assouplissement de la législation anti-trust) étaient réunies pour profiter des regroupements entre des entreprises présentes dans des secteurs similaires ou connexes.

> *"The existence of perhaps larger synergistic or monopolistic gains from merger, the lack of stock market regulation, and lower competition for corporate control should have permitted acquiring companies to capture large take-over profits. Nevertheless, financial data on 134 acquiring firms indicate that prior to consolidation investors anticipated only modest gains from mergers in the 1920s, gains not considerably larger than those from recent mergers. Further, the post-merger performance of these companies indicates substantial shareholder losses, calling into question whether or not the small pre-merger gains reflect an overly optimistic estimate of the economic value of the consolidation. Over the 8 years examined, the pattern of return on 1920s acquiring firm common stock essentially duplicates the pattern seen in the 1960s and 1970s... In short, this surprising sequence of shareholder returns has survived for more than 60 years despite tremendous changes in the economic and regulatory environment surrounding take-overs".*
> *In Borg. J.R et al. 1989. The success of mergers in the 1920s. A stock market appraisal of the second merger wave. International Journal of Industrial Organization. Vol 7. P 130.*

Quant aux fusions entreprises dans le secteur des services, elles eurent généralement une existence très courte dans la mesure où elles représentaient essentiellement un moyen de fédérer, au sein d'un même ensemble, des entreprises détenant un monopole local sans volonté de réaliser des synergies. Par ailleurs, les fusions de nature spéculative se soldèrent en majeure partie par des échecs.

1.1.3. La troisième vague de fusions et acquisitions : 1950-1970

Description de la troisième vague de fusions et acquisitions

Avant d'analyser plus précisément la période 1950-1970, il nous a paru intéressant de souligner l'impact qu'ont eu les fusions entreprises au cours des dix années précédant cette période sur la politique formulée par les autorités anti-trust.

Les fusions de 1940 à 1947

Les Etats-Unis connurent une vague de fusions d'une ampleur limitée de 1940 à 1947. Contrairement aux deux vagues précédentes, cette vague ne fut pas provoquée par des évolutions majeures de l'environnement concurrentiel et technologique mais fut en revanche concomitante à une période de reprise économique. Les deux-tiers de ces opérations furent motivées par la volonté de petites entreprises de céder leurs activités à des entreprises dotées de ressources financières ou humaines supérieures nécessaires au développement de l'entreprise, et/ou de profiter d'un système d'imposition plus favorable aux revenus issus du capital qu'à ceux issus des bénéfices industriels (Butters, Lintner et Cary, 1951).

Dès 1948, la *Federal Trade Commission*, chargée de l'application de la législation anti-trust, se mit à tenir des propos alarmistes selon lesquels la vague actuelle de fusions aux Etat-Unis était d'une ampleur comparable à celle du début du siècle.

> *"No great streck of the imagination is required to foresee that if nothing is done to check the growth in concentration, either the giant corporations will ultimately take over the country, or the Government will be impelled to step in and impose some form of direct regulation".*
> Federal Trade Commission, 1948, cité par Weston et *al.* 1990

Les assertions de la FTC, contestées à l'époque par de nombreux économistes tels que Lintner, Butters ou Adelman, n'étaient pas fondées sur des données objectives. En effet, les données ultérieures publiées en 1975 et 1981 par le *Bureau of Census* ont montré que les quelques 2.000 acquisitions réalisées de 1935 à 1947 n'influencèrent pas le taux moyen de concentration de l'industrie américaine qui demeura constant au cours de cette période (Lepage, 1989). Toutefois, cette campagne de dramatisation amena le Congrès à amender dans un sens beaucoup plus restrictif les attendus du Clayton Act (amendement Celler-Kefauver, 1950). Le Clayton Act, adopté en 1914, visait à interdire tout transfert d'actions entre entreprises qui constituait une menace au bon fonctionnement des mécanismes concurrentiels du marché. Sa mise en application se révéla inefficace. L'amendement Celler-Kaufer étendit le champ d'application du Clayton Act aux achats d'actifs industriels et marqua le véritable début de la répression anti-trust. Les fusions entre entreprises concurrentes devinrent quasiment impossibles. Parallèlement, on assista à une véritable explosion du nombre de fusions et acquisitions mais la nature des regroupements changea radicalement : les fusions de diversification liée et conglomérale supplantèrent les fusions horizontales et verticales.

Les fusions des années soixante : l'ère de la diversification tous azimuts

La vague des fusions des années soixante atteignit son apogée de 1967 à 1969, période de forte croissance économique, et prit fin dès 1970 lors du ralentissement économique. Comme le montre le tableau ci-dessous, les fusions de diversification représentèrent plus des trois-quarts des actifs acquis au cours de la période 1948-1977. Ce ratio s'éleva à 85% pour les années 1967 et 1968.

TABLEAU 3

Fusions dans les secteurs manufacturiers et d'extraction de 1948 à 1977

Nature du regroupement	1948-1977		1967-1968	
	Nombre d'opérations	% du total des actifs acquis	Nombre d'opérations	% du total des actifs acquis
Horizontal	304	16%	26	8%
Vertical	183	9%	34	7%
Diversification				
- Expansion géographique	76	7%	1	4%
- Extension de gamme	791	34%	216	46%
- Fusions conglomérales	459	35%	84	35%
Total	1813	100%	361	100%

Source: U.S. House of Representatives, Committee on the Judiciary, Anti-trust Subcommittee, Staff Report, *The Celler-Kefauver Act : Sixteen Years of Enforcement* (Washington DC : 1967), and US Federal Trade Commission, Statistical Report on Mergers and Acquisitions, 1978 (Washington, DC : August 1980) in Weston et al. (1990).

Ces stratégies de diversification tous azimuts par croissance externe furent essentiellement réalisées par des entreprises de taille petite ou moyenne. Les entreprises de grande taille eurent deux fois plus recours à la croissance interne que les entreprises de taille plus modeste (Ravenscraft et Scherer, 1987). Parmi les quatorze entreprises ayant réalisé plus de cent acquisitions de 1950 à 1978, seule Beatrice Foods (qui réalisa 198 acquisitions) était classée en 1950 parmi les deux cents premières firmes américaines, et trois d'entre elles (Textron, Genesco et Georgio Pacific Corporation) parmi les mille premières (FTC, 1978). Parmi les 51 entreprises ayant acquis plus de 50 entreprises au cours de cette période, 17 ne figuraient pas dans le classement des mille premières firmes américaines de 1950, et cinq n'existaient pas à cette date - Chromalloy America, Teledyne, Litton Industries, Control Data et LTV(Ravenscraft et Scherer, 1987).

De 1950 à 1976, la part des entreprises mono-activité parmi les cinq cents premières entreprises américaines diminua de 30% à 8% (Salter et Weinhold, 1980). La constitution de vastes groupes diversifiés, de nature plus ou moins conglomérale, permit aux acquéreurs présents dans des secteurs vulnérables aux fluctuations conjoncturelles ou en déclin de réduire leur risque financier. De nombreuses firmes appartenant au secteur aéronautique, sujettes aux fluctuations de la demande et à l'évolution rapide des produits, cherchèrent à diversifier leurs activités en dehors du secteur aéronautique qui était surcapacitaire. Par exemple, United Technologies se diversifia dans les secteurs des moteurs d'avions (Pratt & Whitney), des hélicoptères (Sikorsky), des systèmes d'air conditionné (Carrier), des ascenseurs (Otis) et des câbles électriques (Essex) dans le but de réduire sa dépendance vis-à-vis du département américain de la Défense. Les entreprises appartenant aux secteurs des machines et équipements industriels, également sensibles aux fluctuations de la demande, menèrent une politique agressive d'acquisitions de diversification. Eaton racheta des entreprises opérant dans les secteurs de la fonderie, la sécurité, le BTP et l'électronique. TRW, équipementier automobile, se diversifia dans l'électronique, l'équipement industriel et les systèmes d'information. Borg Warner devint le leader américain dans le domaine des services de protection (gardiennage, transport de fonds et systèmes d'alarmes) et l'un des principaux fabricants mondiaux de résines plastiques (Aribart, 1988). Dans les secteurs liés aux ressources naturelles, également caractérisés par une forte fluctuation des prix, Tenneco, producteur de pétrole et de gaz se diversifia dans les secteurs de l'emballage (Packaging Corporation of America), du matériel agricole (Case International), de la chimie, de la construction navale, des travaux publics et des assurances.

De nombreuses acquisitions furent réalisées par des entreprises dont l'activité principale

appartenait à des secteurs en déclin et surcapacitaires tels que l'équipement ferroviaire, le textile, la distribution cinématographique ou le tabac. Par ailleurs, certaines firmes, soucieuses de réduire leur dépendance vis-à-vis d'un seul secteur, rachetèrent des firmes dans d'autres secteurs à l'instar d'ITT qui racheta des entreprises dans le secteur des assurances (The Harford), de la fabrication de la pâte à papier (Raynier), de l'hôtellerie (Sheraton), de l'équipement automobile, de la technologie des fluides. Enfin, certaines acquisitions de diversification furent entreprises afin d'acquérir des technologies développées dans des secteurs connexes (acquisition de firmes du secteur électronique par des firmes de l'industrie électrique, par exemple), ou de transférer des compétences managériales à l'entreprise acquise (politique D'ITT, de Transamerica ...).

Analyse de la troisième vague de fusions et acquisitions

Facteurs économiques et institutionnels favorables aux fusions

L'apogée de la vague des fusions des années soixante (1967-1969) fut concomitante à un développement économique intense et à une forte vitalité des marchés boursiers. Cette vague prit fin avec le ralentissement économique. Par ailleurs, la stabilité de l'environnement économique des années cinquante et soixante a favorisé la formation de groupes diversifiés. En effet, un environnement stable, donc prévisible, était propice à l'adoption de procédures de planification financière et stratégique. Dans un tel contexte, l'efficacité des conglomérats, dirigés par des managers dotés de compétences managériales générales et financières, n'était pas remise en cause.

La législation anti-trust influença fortement la nature des regroupements. Comme nous l'avons vu dans la section précédente, l'amendement Celler-Kefauver condamnait systématiquement tout

regroupement horizontal, indépendamment de ses effets sur la concurrence. Les quelques regroupements horizontaux de cette période furent réalisés au prix d'une confrontation judiciaire coûteuse. De plus, le comportement des investisseurs favorisa le développement des fusions conglomérales puisque ces derniers accueillaient avec enthousiasme l'annonce d'acquisitions conglomérales (il faut préciser que la loi anti-trust alla jusqu'à condamner certaines opérations de diversification liée). Matsusaka (1990) a montré que dans les années soixante, à l'annonce d'une acquisition non reliée, les valeurs des actions de l'offreur affichaient une hausse moyenne de huit millions de dollars. La valeur de ces actions chutait de quatre millions de dollars à l'annonce d'une acquisition liée. Cette attitude des investisseurs fut influencée en grande partie par la pression exercée par la loi anti-trust et par la légitimité économique dont jouissait à l'époque l'entreprise conglomérale.

Les motivations micro-économiques

La réduction du risque financier constitua l'une des motivations essentielles des fusions conglomérales. A partir d'analyses de cas, Weston et Mansingka (1971) ont montré que les entreprises se sont diversifiées pour faire face à l'instabilité de la demande et des profits, au développement aléatoire des activités, aux risques liés à l'obsolescence technologique et à l'évolution incertaine de l'environnement concurrentiel.

La consolidation de ces entreprises pouvaient également permettre l'exploitation de synergies financières telles que des économies fiscales (crédit d'impôts en cas de rachat d'activités déficitaires), des économies sur le coût de l'emprunt ou encore l'amélioration de la structure financière de l'acquéreur (Lintner, 1971). Hogarthy et Gort (1970), Halpern (1973) et Stevens (1973) ont montré que les entreprises cibles étaient généralement moins endettées que les acquéreurs ainsi que leurs

consoeurs du même secteur. L'acquisition de firmes moins endettées permettait aux acquéreurs de rétablir leur structure financière (amélioration du ratio endettement/capitaux propres), ou de majorer l'effet de levier de la dette en profitant d'une capacité d'emprunt inexploitée.

Les études de Boyle (1970), Stevens (1973), Conn (1973), et Melischer et Rush (1974) ont montré que les firmes acquises étaient généralement plus rentables et moins endettées que les acquéreurs (ces travaux feront l'objet d'une présentation plus détaillée dans le prochain chapitre). En revanche, leur PER (*Price Earning Ratio*) était plus faible, ce qui peut sembler a priori paradoxal compte tenu de leurs bonnes performances économiques et financières. En fait, la valeur du PER, qui indique la cherté relative d'une action par rapport à ses bénéfices, est en grande partie déterminée par les perspectives de croissance de l'entreprise. Or, dans les années soixante caractérisées par un fort développement économique et par une vitalité boursière, les investisseurs affectaient aux firmes acquéreuses un PER élevé car ils voyaient dans la politique agressive d'acquisitions de ces firmes un gage de leur dynamisme et de leur croissance. En revanche, ils attribuaient un PER plus faible aux entreprises gérées de façon plus traditionnelle et prudente, qui offraient des perspectives de croissance plus limitées. Par ailleurs, ces dernières redistribuaient une grande partie des dividendes à leurs actionnaires, ce qui contribuait à déprécier leur PER à une époque où il était relativement facile d'investir des capitaux dans des activités dont la rentabilité était supérieure au coût du capital. Le regroupement d'entreprises dotées de PER différents générait des gains boursiers dans la mesure où, à l'annonce d'une acquisition, le marché affectait automatiquement au nouvel ensemble consolidé le PER le plus élevé, c'est-à-dire celui de l'acquéreur (May, 1968, Lintner, 1971).

Parallèlement à la recherche de synergies financières, certaines entreprises ont cherché à

exploiter des synergies opérationnelles (de type technologique ou managérial) dans le cas des acquisitions de diversification liée. Cependant, peu d'attention leur a été portée dans la mesure où les synergies financières ont constitué le centre d'intérêt principal des recherches réalisées sur les fusions de cette troisième vague. Cette différence s'explique en grande partie par le fait que la quasi-totalité des opérations de diversification de nature conglomérale ont été réalisées par croissance externe tandis qu'une grande partie des stratégies de diversification liées ont été mises en oeuvre par développement interne.

Au delà de ces motivations économiques, on mentionnera l'existence de motivations personnelles des managers, avides d'étendre leur pouvoir, leurs émoluments, et leur prestige en dirigeant des groupes de taille très importante (Marris, 1964, Baumol, 1966, Mueller, 1969).

Performances économiques des fusions de la troisième vague.

Ce n'est qu'à partir de la vague des fusions conglomérales que les chercheurs en finance se sont intéressés aux fusions et acquisitions. Ces derniers ont cherché à évaluer les performances des fusions conglomérales en fonction non seulement de leur rentabilité économique mais également de leur capacité à réduire le risque financier global du nouvel ensemble consolidé.

1. Rentabilité économique des fusions conglomérales. Dans leur étude réalisée à partir de l'analyse des valeurs comptables, Weston et Mansinghka (1971) comparent la rentabilité d'un échantillon de 63 conglomérats à celle d'un échantillon de contrôle constitué d'entreprises sélectionnées au hasard. Ils constatent qu'en 1958, les 63 entreprises du premier groupe affichaient, avant d'avoir mis en oeuvre leur politique de croissance externe, des résultats significativement

inférieurs à celles du groupe de contrôle. En revanche, dix ans plus tard, ces mêmes entreprises, après avoir réalisé leur programme d'acquisitions, enregistraient des profits supérieurs aux entreprises du groupe de contrôle grâce à un effet de levier de la dette très positif, comme nous le montre le tableau ci-dessous (le ratio d'endettement des firmes conglomérales est deux fois supérieur à celui des entreprises du groupe de contrôle).

TABLEAU 4

Rentabilité des firmes conglomérales en 1958 et 1968

	1958		1968	
	Conglomérats	Groupe de contrôle	Conglomérats	Groupe de contrôle
Rentabilité financière (résultat net/capitaux propres)	7,6%	12,6%	13,3%	12,4%
Taux d'endettement (dettes/capitaux propres)	95%	56%	169%	87%

Source : Weston. J. and S.K Mansinghka.1971. Tests of the efficiency performance of conglomerate firms. *The Journal of Finance*, Sept.

Si les travaux de l'école de Chicago (Lev et Mandelker 1972, Halpern 1973 et Mandelker 1974) confirment les résultats obtenus par Weston et Mansingka (1971), ceux de Reid (1971) en revanche, n'aboutissent pas aux mêmes conclusions. En effet, en prolongeant l'analyse des performances des conglomérats jusqu'à l'année 1970, Reid a montré que leur valeur boursière avait chuté de 45,6 % de la fin de l'année 1968 jusqu'au milieu de l'année 1970, alors que l'indice Dow Jones des valeurs industrielles n'avait enregistré qu'une baisse de 7,8% au cours de la même période.

En étudiant 48 des 63 conglomérats constitutifs de l'échantillon de la recherche de Weston

et Mansinghka (1971), Weston, Smith et Shrieves (1972) ont expliqué les raisons pour lesquelles les recherches de Weston et Mansinghka (1971) et de Reid (1971) ont abouti à des résultats contradictoires. En comparant les performances boursières de ces 48 conglomérats à celles de 50 fonds communs de placement sélectionnés au hasard, Weston, Smith et Shrieves (1972) ont montré que, de 1950 jusqu'au début de l'année 1969, les conglomérats affichaient des performances deux fois supérieures aux fonds communs de placement. Ces résultats confirment les premiers travaux de Weston et Manshinghka (1971) réalisés au cours d'une période favorable aux politiques de croissance externe. En revanche, ces résultats s'inversent pour les années 1969-1970 étudiées par Reid, correspondant à une période de ralentissement économique devenue moins favorable aux stratégies de diversification tous azimuts. De plus, en raison de leur endettement élevé, les conglomérats étaient devenus plus vulnérables sur le plan financier que les entreprises qui avaient été gérées de façon plus prudente, et auxquelles une confiance plus forte était désormais accordée.

Quinze ans plus tard, les résultats de Weston, Smith et Shrives (1972) ont été validés par la recherche entreprise par Ravenscraft et Scherer (1987). Ces derniers ont réalisé une vaste étude longitudinale sur les quinze premiers conglomérats, c'est-à-dire sur les quinze entreprises qui réalisèrent le plus grand nombre d'acquisitions de 1950 à 1970. Ils ont comparé les rendements boursiers de ces conglomérats à ceux d'un portefeuille de 425 valeurs industrielles (*Standard & Poor*) au cours de la période 1965-1983. Cette comparaison a montré qu'en 1968, les rendements des conglomérats étaient 3,6 fois supérieurs à ceux du portefeuille d'actions *Standard & Pool*. En revanche, en 1974, période de crise économique au cours de laquelle les conglomérats commencèrent à rencontrer des difficultés dans la gestion de leurs nombreuses activités, les rendements de ces

derniers devinrent inférieurs de 20% à ceux du portefeuille *Standard & Pool.* En 1983, les conglomérats, suite aux cessions de nombreuses activités périphériques opérées dans une logique de recentrage affichèrent des rendements 2,7 fois supérieurs aux rendements du portefeuille *Standard & Poor* (ce ratio s'établit à 1,6 si on exclut les performances spectacluaires de Teledyne).

Les résultats de Weston, Smith et Shrieves (1972) et de Ravenscraft et Scherer (1987) valident la thèse selon laquelle les conglomérats peuvent être viables dans un environnement économique de croissance stable, prévisible et caractérisé par une intensité concurrentielle limitée. Schleifer et Vishny (1991) s'opposent à cette thèse et considèrent que les conglomérats ne sont pas viables sur le plan économique, quelles que soient les caractéristiques de l'environnement concurrentiel. Ces derniers stipulent que les avantages de la planification financière que procure l'entreprise conglomérale ne peuvent en aucun cas compenser les inconvénients liés à la mauvaise connaissance des différents métiers par les dirigeants de telles organisations. Pour Shleifer et Vishny, les entreprises américaines se sont éloignées de la voie de l'efficacité économique pendant trente ans, afin essentiellement de contourner les contraintes exercées par la législation anti-trust. Cette thèse remettrait ainsi en cause l'efficience des marchés financiers puisque l'optimisme des investisseurs à l'égard des conglomérats ne semblerait pas a posteriori justifié. Shleifer et Vishny estiment que cette erreur est d'autant plus concevable qu'elle n'avait pas été réfutée par une expérience précédente.

2. Potentiel de réduction du risque des conglomérats. Par ailleurs, les recherches empiriques entreprises par les chercheurs en finance sur les fusions conglomérales ont également eu pour objet d'évaluer la capacité des conglomérats à réduire le risque pour l'actionnaire par rapport aux fonds

communs de placement. A partir d'un échantillon de 48 conglomérats, Weston, Smith et Shrieves (1972) ont montré que la volatilité des titres des conglomérats (bêta moyen d'une valeur de 1,93) était deux fois supérieure à celle de l'échantillon des fonds communs de placement (bêta moyen d'une valeur de 0,88). Les recherches ultérieures entreprises par Lev et Mandelker (1972), Melicher et Rush (1973), Joeknk et Nielsen (1979), Ravenscraft et Scherer (1987) ont abouti à des résultats convergents, remettant en cause le bien-fondé des acquisitions congloméralés

1.1.4. Synthèse

Cette mise en perspective historique permet de montrer la récurrence des facteurs macro-économiques et institutionnels dans l'explication de l'émergence et de l'ampleur des vagues de fusions et acquisitions aux Etats-Unis. Les trois vagues de fusions recencées sont en effet apparues dans un contexte économique favorable (développement technologique, introduction des techniques de production de masse, développement des transports), et leur nature a été significativement influencée par des facteurs institutionnels (législation anti-trust, et développement du marché boursier). Par ailleurs, le bilan de ces opérations a permis de souligner combien leur légitimité a été remise en cause dès les premières opérations de fusion sur la base de leurs effets mitigés sur l'efficacité économique. Les différents travaux présentés dans le cadre de cet article montrent en effet que les fusions et acquisitions initiées pour des raisons spéculatives ou de prestige sont généralement vouées à l'échec. Quant aux fusions de nature horizontale, qui constituent une partie importante des opérations de la vague actuelle, les recherches antérieures montrent qu'elles ne sont viables sur le long terme que si elles sont motivées par la recherche d'une efficience économique accrue (via les économies d'échelle). En revanche, elles se révèlent inefficaces pour maintenir une position dominante durable sur le marché

si leur objectif se limite à réduire la concurrence. Enfin, ces travaux soulignent l'importance du rôle joué par les caractéristiques sectorielles dans la réussite des fusions horizontales (secteurs sensibles aux effets de taille plutôt qu'à forte intensité de main d'oeuvre). Le tableau 5 présenté ci dessous récapitule les déterminants et les effets des fusions des trois vagues étudiées.

TABLEAU 5

Synthèse des caractéristiques des trois vagues de fusions aux Etats-Unis

	Vague 1887-1904	Vague 1916-1929	Vague 1950-1970
Nature du mouvement	Concentration horizontale	Vague composite	Diversification
Impact sur les structures concurrentielles	Formation de monopoles	Formation d'oligopoles	Impact limité
Facteurs macro-économiques favorables aux fusions	- Croissance économique (1898-1902) - Développement du transport ferroviaire et des communications - Production de masse	- Croissance économique (1922-1929) - Développement du transport automobile - Distribution de masse - Développement des techniques de marketing	- Croissance économique (1950-1970) - Stabilité de l'environnement favorable à l'adoption des méthodes de planification financière
Facteurs institutionnels influençant l'ampleur et la nature des fusions	- Adoption du Sherman Act (loi anti-trust) - Vitalité boursière (1887-1902)	- Démantèlement des monopoles (Clayton Act, 1914) - Euphorie boursière (1926-1929)	- Amendement Celler-Kefauver (fusions horizontalesinterdites) - Valorisation des fusions conglomérales par les investisseurs (jusqu'en 1968)
Analyse des motivations	- Economies d'échelle - Réduction de la surcapacité - Pouvoir de marché - Gains spéculatifs (investisseurs privés)	- Fusions horizontales : cf. la premiere vague - Fusions verticales : efficience technique et sécurité - Fusions de diversification liées : amortissement des dépenses commerciales, nouvelles voies de croissance - Gains spéculatifs (banques)	- Baisse du risque - Economies financières - Gains spéculatifs (acquéreurs) - Prestige, maximisation de la croissance par les dirigeants
Etude des performances	- Taux d'échec élevé : 50%	- Performances médiocres (-10% en moyenne pour l'acquéreur)	- Bilan mitigé : . 1960's : bonnes performances . 1970's : mauvaises performances . 1980's : logique de recentrage - Faible capacité de réduction de risque
Facteurs explicatifs des performances	- Fort déterminisme sectoriel: échec des fusions dans les secteurs peu sensibles aux effets de taille - Echec des fusions dont l'objectif se limitait à reduire la concurrence - Qualité du management	- Manque de données pour les fusions dans les secteurs manufacturiers - Echec des fusions dans les services qui correspondaient à la simple adjonction de monopoles locaux - Echec des fusions spéculatives	- Limites de la planification financière dans un contexte devenue instable (70's) - Limites des compétences des managers financiers : connaissance superficielle des métiers de l'entreprise

In Capron .L 1995 (b). Les vagues de fusions et acquisitions aux Etats-Unis : 1887-1904, 1916-1929, 1950-1970. *Revue Entreprise et Histoire*. Vol 10 : 21-46.

1.2. LES FUSIONS ET ACQUISITIONS EN EUROPE : UN ENSEMBLE HETEROCLITE

Comme nous l'avons mentionné précédemment, les travaux portant sur les fusions américaines sont plus nombreux et plus sophistiqués. La majeure partie des travaux effectués sur les fusions européennes sont plus récents et ont été initiés par des chercheurs en comptabilité ou finance qui se sont intéressés aux caractéristiques micro-économiques des entreprises fusionnantes (ces recherches seront présentées dans le cadre du prochain chapitre). Il est en revanche difficile de procéder à une reconstitution et à une analyse historique du phénomène dans sa globalité telle qu'elle a été entreprise dans la première partie de ce chapitre. Cette seconde partie se limitera donc à rendre compte des conditions historiques qui ont favorisé l'émergence des opérations de fusions en Grande Bretagne, en Allemagne et en France.

Contrairement aux Etats-Unis où les fusions réalisées au cours des années 1950-1970 ont correspondu à un mouvement de diversification des entreprises, les fusions entreprises par les firmes européennes ont été en grande partie horizontales. Dans son étude sur les fusions initiées par des entreprises britanniques, françaises, allemandes et néerlandaises au cours de la période 1958-1970, Kaufer (1977) constate que 60 à 70 % des opérations ont été de type horizontal, 10 à 12 % de type vertical et 20 % ont correspondu à des stratégies de diversification. Au cours de cette même période, 70% des fusions et acquisitions réalisées aux Etats-Unis représentaient des opérations de diversification liée ou conglomérale. Comme nous le verrons ultérieurement, il est possible d'expliquer de telles différences d'une part par l'application d'une législation anti-trust plus souple en Europe et, d'autre part, par la volonté des gouvernements européens de renforcer la compétitivité de leurs entreprises sur une base nationale en concentrant les structures industrielles.

1.2.1. Le développement des fusions en Grande-Bretagne

La Grande Bretagne occupe une place particulière dans le panorama européen des regroupements d'entreprises. De par le fonctionnement de son marché boursier, la Grande-Bretagne a favorisé une connu la croissance externe des entreprises d'une manière assez similaire à celle survenue aux Etats-Unis. La Grande Bretagne a connu quatre vagues de fusions : la première vague de fusions s'est déroulée au début du siècle. La seconde est intervenue dans les années vingt et a donné naissance aux grands groupes nationaux (ICI, GEC, Beecham, etc.). Le mouvement a ensuite repris fortement dans les années soixante. Enfin, la dernière vague a vu le jour à partir de 1984.

La première vague de fusions a conduit à la création de grands groupes nationaux dans différents secteurs de l'économie britannique : Salt Union, United Alkali Company, Imperial Tobacco, Associated Portland Cement. Le secteur du textile a été le plus touché par les restructurations. Les fusions dans ce secteur, qui visaient à remplacer les cartels dont l'efficacité s'était révélée limitée, ont conduit à la formation de grands ensembles industriels tels que English Swing Cotton, Fine Cotton Spinners, Calico Printers. Les effets des fusions de cette vague sur l'économie nationale ont cependant été limités. En revanche, la vague des années vingt a été d'une ampleur autrement importante. Elle a été favorisée par les changements qui sont intervenus sur le plan industriel et technologique (production de masse, adoption des techniques marketing au plan national, émergence de nouvelles industries telles que l'automobile, la chimie, le papier, investissements dans la R&D), et sur le plan institutionnel (cotation des entreprises). Les fusions des années vingt, dont l'impact a été déterminant pour les structures industrielles britanniques, ont touché en grande partie les secteurs alimentaire (Unilever, Distillers), électrique (GEC, English Electric), et chimique (ICI). Comme pour

les Etats-Unis, ce mouvement s'est ralenti lors de la crise de 1929 et a repris dans les années cinquante et soixante, avec une période fortement active de 1965 à 1975 où les fusions ont représenté 3% à 8% du PIB selon les années.

En raison du renforcement de la compétitivité internationale, les fusions britanniques réalisées au cours des années soixante visaient à augmenter la taille de l'entreprise, à réduire les coûts et à développer des bases de production à l'étranger (Vieillard, 1990). Ce mouvement a été favorisé par la faible intervention des pouvoirs publics dans la politique de monopoles et de fusions et par les interventions gouvernementales destinées à restructurer l'industrie (Cosh, Hughes, et Singh, 1980). En particulier, la politique industrielle du gouvernement travailliste a joué un rôle important dans le regroupement des grands groupes industriels de 1967 jusqu'au retour des conservateurs en 1970. Au cours de cette période, vingt-deux fusions de grande ampleur ont été réalisées sous la houlette de l'*Industrial Reorganization Corporation*, parmi lesquelles on citera l'acquisition d'English Electric et AEI par GEC, celle d'IPC par Reed ainsi que la formation de groupes tels que British Leyland, Rowntree Mackintosh, Ransome Hoffman Pollard.

Enfin, la dernière vague de fusions et acquisitions, qui a repris dès 1984, est le résultat de l'ouverture européenne, du niveau des titres sur le marché financier et d'une structure de taxation des entreprises favorable aux acquisitions. Le marché des fusions et acquisitions britannique se caractérise également par sa forte ouverture internationale puisque de nombreux rachats d'entreprises britanniques ont été réalisés par des firmes étrangères. Le Royaume-Uni a été un pays particulièrement attrayant pour les investisseurs étrangers car il a été l'un des premiers pays à tenter de libéraliser les secteurs des services (télécoms, services financiers, compagnies aériennes, etc.), et

également parce qu'il a su attirer des grandes sociétés japonaises à mesure que ces dernières s'internationalisaient (depuis 1987, la Grande-Bretagne a reçu quatre fois plus de capitaux japonais que l'Allemagne, l'Italie et la France réunis). Le niveau de ventes d'entreprises britanniques est toutefois resté inférieur à celui des rachats d'entreprises réalisés par les firmes britanniques à l'étranger (de 1984 à 1985, le rapport global de ce flux était d'environ un à trois, Veillard, 1990). Au total, le marché britannique des fusions et acquisitions se caractérise, comme aux Etats-Unis, par un nombre élevé d'opérations réalisées sur le marché intérieur et, parmi celles-ci, par la fréquence significative d'opérations de nature hostile (une sur quatre environ).

1.2.2. Le développement des fusions et acquisitions en Allemagne (ex. RFA)

Contrairement à la Grande Bretagne, l'activité de fusions en Allemagne est restée relativement limitée et a commencé très tardivement. En effet, l'Allemagne n'a pas connu au cours des années cinquante et soixante les vagues de fusions qui ont eu lieu en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis. En revanche, elle a vécu, dans des proportions plus limitées, celle qui a frappé toutes les économies de marché de 1969 à 1972. Plusieurs facteurs contribuent à expliquer la faible importance du marché des fusions et acquisitions en Allemagne:

- Le fonctionnement particulier du mécanisme des fusions-absorptions en Allemagne contribue à limiter le nombre d'opérations recensées. L'existence de contrats entre entreprises (contrat de domination, contrat de transfert de bénéfices) permet à deux entreprises de continuer à exister en tant qu'entité juridique autonome même si le contrôle d'une entreprise par une autre firme est total. L'annonce d'une fusion légale correspond de fait à sept ou huit opérations de croissance externe.

- La vitalité du marché boursier est limitée par les caractéristiques de l'environnement institutionnel allemand. En effet, l'influence du marché boursier est limité en Allemagne au profit des banques qui jouent un rôle très actif dans le financement et la direction des entreprises (rappelons par

ailleurs que les raids boursiers n'existent pas en allemagne). Moins d'un quart des sociétés par actions (*"Aktiengessellschaften"*) sont cotées en bourse. De plus, l'ouverture du capital au public reste dans des proportions limitées puisqu'il représente en moyenne 25 % du capital des firmes concernées. Cependant, en dépit de son rôle limité dans l'économie allemande, la bonne tenue du marché boursier a favorisé un comportement optimiste de la part des investisseurs favorables au développement des fusions. L'étude de Cable, Palfrey et Runge (1980) montre que le développement des fusions en Allemagne est corrélé positivement à l'évolution des cours boursiers. Cette constation ne se vérifie pas dans le cas des indicateurs économiques généraux. Par ailleurs, les fusions réalisées par les entreprises allemandes semblent poursuivirent une logique de consolidation industrielle ou commerciale puisque 67% des fusions réalisées au cours de la période 1973-1987 ont été de type horizontal (source: Office Fédéral des Cartels de Berlin).

On notera que la législation allemande s'est longtemps focalisée sur l'accès à une position dominante via les cartels ou les accords divers entre entreprises. Ce n'est qu'à partir de 1973 que les opérations de fusions sont entrées dans le champ d'application de la législation anti-trust. Dans tous les cas, le pouvoir et les moyens du Federal Cartel Office ont été très limités si bien que la législation anti-trust à l'égard des fusions a été repensée dans un sens plus restrictif à partir de la fin des années soixante-dix.

En dépit de son rôle plus tardif et limité dans le marché mondial des fusions et acquisitions, le rôle des entreprises allemandes continue à s'affirmer, ces dernières s'engageant de plus en plus dans des opérations transnationales d'envergure. Ainsi, si le marché allemand des fusions et acquisitions a globalement doublé entre 1985 et 1988, les acquisitions allemandes à l'étranger ont triplé au cours

de cette période avec pour cibles principales les Etats-Unis et en Europe, la France. On notera cependant que les investissements directs à l'étranger des entreprises allemandes restent largement réalisés sous forme de croissance interne.

Au niveau national, la vitalité du marché des fusions et acquisitions reste limitée, comme l'illustrent l'absence d'OPA et la réticence des chefs d'entreprises aux restructurations externes. Cette opacité s'explique par la conjonction de facteurs d'ordre historique (héritage de l'économie sociale de marché), sociologique (fidélité des dirigeants à l'entreprise), institutionnel (tutelle bancaire, réseaux d'influence), juridique (mécanismes de protection du capital des entreprises) et financier (opacité de l'information financière, faible capitalisation boursière).

1.2.3. *Le développement des fusions et acquisitions en France*

Il est difficile de dresser avec exactitude un panorama du phénomème des fusions et acquisitions en France en raison de la nature des données disponibles. Les opérations de croissance externe n'ont pas été recensées de façon systématique par l'INSEE (les recensements ont été entrepris depuis le début des années quatre-vingt par l'INSEE et certains chercheurs tel que Paturel, Cf. Chronique Fusion, Revue D'Economie Industrielle, de 1980 à 1990).

L'année 1965 semble constituer l'année charnière à partir de laquelle les opérations de fusions se sont développées. Cependant, jusqu'au milieu des années quatre-vingt, la France est restée un acteur marginal dans le domaine des fusions et acquisitions, adoptant un comportement plus proche de celui de l'Allemagne que de ceux de la Grande-Bretagne ou des Etats-Unis. Certaines particularités du marché français des acquisitions au cours de cette période méritent toutefois d'être

soulignées (Prot et de Rosen, 1990) :

- Les opérations de fusion ont généralement été réalisées hors marché avec une quasi-absence d'OPA inamicales (16 tentatives dont 12 échecs de 1966 à 1986).

- Les acquisitions réalisées par des entreprises françaises à l'étranger et, inversement, les rachats de firmes françaises par des entreprises d'origine étrangère, sont restés très limités.

- Les opérations de fusion les plus importantes qui ont touché les secteurs de l'automobile, de la chimie ou de la sidérurgie, n'ont pas été suivies de rationalisations effectives significatives (en termes de rationalisation de sites de production, d'activités, de gammes de produits). Les restructurations sont généralement restées financières (au niveau de la structure du capital).

- Les pouvoirs publics ont joué un rôle déterminant dans la majorité des cas de fusions. Afin de faire face aux impératifs de la compétitivité internationale, l'Etat français a initié ou favorisé sous diverses formes le regroupement des entreprises françaises. L'augmentation de la taille de nos entreprises nationales était vue comme un moyen de réduire le différentiel de compétitivité et de capacité d'innovation qui existait alors entre les entreprises françaises et les firmes américaines (Servan-Schreiber, 1967). L'Etat a ainsi favorisé les regroupements de firmes françaises par différents moyens:

- en initiant des regroupements dans le secteur public (pétrole, banques, aéronautique, automobile, assurance, chimie, etc.)

- en exerçant des pressions dans les secteurs privés tributaires des subventions versées par l'Etat (chantiers navals, sidérurgie) ou des commandes publiques (équipement électrique, télécommunications, etc.)

- en adoptant des mesures fiscales favorables aux fusions (1965 et 1967).

En dépit des efforts déployés par l'Etat au cours des années soixante, les données compilées

par le Ministère des Finances montrent que les ratios de concentration C4 et C8 (ratios représentant la part de marché détenue respectivement par les quatre premières et les huit premières entreprises d'un secteur d'activité) n'ont augmenté que de deux points au cours de la période 1961-1969 (Jenny et Weber, 1980). Plus précisément, le ratio C4 a augmenté dans 140 secteurs, chuté dans 88 et est resté stable dans 10.

A partir de 1984-1985, l'amélioration de la rentabilité des entreprises françaises a déclenché un net mouvement de développement des fusions et acquisitions, notamment à l'étranger, permettant aux entreprises françaises d'accélérer leur internationalisation- à cet égard, la France avait pris un retard significatif puisqu'à la fin de l'année 1985, l'encours total des investissements français à l'étranger ne s'élevait qu'à 120 milliards de francs, soit trois fois moins que celui de l'Allemagne et six fois moins que celui de la Grande-Bretagne (Prot et de Rosen, 1990). Ce mouvement d'internationalisation se traduit par un solde extérieur net des fusions et acquisitions (différence entre les acquisitions françaises à l'étranger et les acquisitions étrangéres en France) de plus en plus excédentaire depuis 1986, notamment avec les Etats-Unis où les entreprises françaises ont réalisé des acquisitions d'envergure (rachats de Big Three Industrie par Air Liquide, RCA par Thomson, Grolier et Diamandis par Hachette, Pennwalt par Elf, Square D par Schneider, Uniroyal par Michelin, American National Can par Pechiney, etc.).

Outre la restauration de la capacité financière des entreprises françaises depuis le milieu des années quatre-vingt, le contexte économique général et institutionnel a favorisé le développement des acquisitions : perspective de l'intégration européenne de 1992, dispositions fiscales favorables à la croissance externe, perfectionnement de la règlementation boursière, rôle actif du marché boursier

depuis 1986, mouvement de dérèglementation (observé par ailleurs à l'échelle mondiale) et désengagement progressif de l'Etat dans l'économie. Les secteurs les plus touchés par les fusions ont été l'industrie alimentaire, les services bancaires, les secteurs chimiques et pharmaceutiques, l'industrie électronique et de machines-outils et la distribution.

Sur le plan micro-économique, deux motivations principales ont conduit les entreprises françaises à mener une politique de croissance externe soutenue (Prot et de Rosen, 1990) : la recherche d'une concentration sur une spécialité (spécialisation de la CGE sur le téléphone et de Thomson sur le matériel militaire, par exemple) et la recherche d'une taille critique dans un contexte de mondialisation des marchés (CGE/ITT, Thomson/RCA, American National/Pechiney, par exemple).

1.2.4. Les fusions des années quatre-vingt : l'agressivité des entreprises européennes

La vague de fusions et acquisitions des années quatre-vingt, contrairement aux vagues précédentes, a touché l'ensemble des pays occidentaux. En effet, jusqu'en 1985, l'activité des fusions et acquisitions est restée, sur le plan mondial, largement le fait des entreprises américaines et britanniques. De 1955 à 1985, le poids des Etats-Unis dans le marché mondial des fusions et acquisitions est resté prépondérant, représentant, pour leurs seules opérations domestiques, de l'ordre de la moitié de ce marché. Au total, les opérations de fusions et acquisitions réalisées par les entreprises américaines et britanniques ont représenté, jusqu'en 1985, plus des deux-tiers de l'activité mondiale des fusions et acquisitions (Prot et de Rosen, 1990). Cette domination repose sur des facteurs d'ordre socio-culturel (système centré sur les intérêts de l'actionnaire et la valorisation

maximale de son patrimoine), historique (forte capitalisation boursière et dynamisme boursier des pays anglo-saxons), et institutionnel (qualité de l'information disponible sur les entreprises, techniques financières sophistiquées). Les modifications intervenues sur le plan économique (globalisation des marchés, dérégulation des services publics, perspectives d'intégration européeenne) et sur le plan institutionnel (intégration globale des marchés financiers, rôle croissant des marchés financiers dopés par un mouvement d'innovation des techniques financières sans précédent, en particulier au niveau des instrument de crédit, assouplissement de la législation anti-trust notamment aux Etats-Unis) ont été propices aux stratégies de rachats de parts de marché via les fusions horizontales (Capron, 1995a) et ont contribué à élargir l'activité des fusions à l'ensemble des pays, en particulier aux pays qui étaient restés à l'écart de tels mouvements comme la France, l'Allemagne de l'Ouest ou encore l'Italie. La période 1986-1989 constitue à cet égard une période charnière au sein de la Communauté Européenne, notamment pour la France qui figure avec la Grande-Bretagne et l'Allemagne parmi les trois pays les plus actifs de la Communauté.

L'office Central de la Statistique a enregistré 1039 rachats d'entreprises brtitanniques en 1989 contre 469 en 1980. En Allemagne (ex-RFA), ce chiffre s'élevait à 1159 en 1980 contre 635 en 1980. Enfin, pour la France, les 199 fusions réalisées en 1984 sont passées à 1053 en 1988. Non seulement le nombre de fusions et acquisitions s'est accru au cours de la décennie, mais également leur valeur. Au Royaume-Uni (qui possède les statistiques les plus complètes et les plus longues sur ce type d'activité), la valeur des fusions a pratiquement augmenté de 20 fois entre 1980 et 1989 tandis que leur nombre n'a fait que doubler. Si l'on rapporte le niveau d'activité des fusions proportionnellement au PIB du pays, on estime qu'il y avait en 1988 1,9 rachats au Royaume-Uni pour chaque milliard

d'Ecu de PIB, 0,87 en Allemagne de l'Ouest et 0,8 pour la France. Tous trois enregistraient un niveau supérieur à celui de 0,6 des Etats-Unis. Cependant, si l'on évalue l'activité de fusions en termes de valeur de rachats et non plus de volume en % du PIB, seul le Royaume-Uni affichait un niveau légèrement supérieur à celui des Etats-Unis (5,3% contre 5,1%) et dominait largement la France (1,9%). Le tableau ci-dessous rend compte de cette comparaison internationale.

TABLEAU 6

Nombre et valeur des fusions en Grande-Bretagne, France, RFA et E.U en 1988

	Grande-Bretagne	France	RFA	Etats-Unis
Nombre	1300	666	876	2500
Valeur (en millions d'écus)	37 036	15 406	ND	208 968
Nombre de fusions par milliard d'écus du PIB	1.9	0.8	0.9	0.6
Valeur des acquisitions par milliard d'écus du PIB	5.3	1.9	ND	5.1

In Bannock. G. 1989. *The takeover boom : An international and historical perspective.*

Il est intéressant de noter qu'au Royaume-Uni, la vague actuelle de rachats n'est pas, par rapport au PIB, beaucoup plus importante que celle ayant eu lieu au cours de la vague précédente. Il n'en va pas de même pour les Etats-Unis où l'activité des fusions a été plus intense que celle de la vague précédente. Cependant, il convient de considérer ces chiffres avec circonspection. En effet, seuls le Royaume-Uni et les Etats-Unis disposent de statistiques suffisantes pour établir des comparaisons internationales et sur le long terme. Par exemple, Bannock (1989) souligne qu'en RFA, l'Office Fédéral des Cartels enregistrait 878 fusions pour l'année 1988 tandis que les Chambres de Commerce évaluaient ce nombre à 2206. Ce biais méthodologique rend toute comparaison

internationale très délicate à interpréter.

La différente frappante qui se dégage si l'on compare la vague précédente de rachats et celle de la fin des années quatre-vingt est son champ géographique : la vague actuelle est composée d'un nombre important de fusions transnationales, notamment en Europe où le programme communautaire du marché intérieur a favorisé l'augmentation des fusions entre entreprises des pays-membres. On estime à 1500 le nombre de fusions et acquisitions transfrontalières réalisées en Europe en 1989. Au total, la part des fusions transnationales a représenté 32% des fusions réalisées au sein de la Communauté Européenne au cours de la période 1984-1989, passant de 14% en 1985 à plus de 42% en 1989 (De Woot et *al.*, 1990, Colombo et *al.*, 1991). La France, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont été les principaux acteurs de cette restructuration européenne. La participation des entreprises françaises de premier rang a été particulièrement active puisque parmi les 69 groupes à capitaux français réalisant plus de dix milliards de chiffre d'affaires consolidé, 42% ont réalisé au moins une acquisition à l'étranger (Beau et Sananes, 1990). Le contexte d'internationalisation des marchés à encouragé ce type de fusions. Par ailleurs, on a assisté à une évolution de la stratégie des entreprises visant à exploiter des économies d'échelle sur un plan international et à se concentrer sur des activités clés. En effet, afin de consolider leur position sur des marchés de plus en plus soumis à une forte compétition internationale, une grande partie des entreprises (notamment américaines) qui s'étaient diversifiées dans les années soixante et soixante dix se sont départies de leurs activités périphériques ou marginales afin de se recenter sur leur métier d'origine. En contrepartie de leurs désinvestissements, les entreprises ont cherché à se renforcer sur leur activité de base et ont acquis de nombreuses entreprises à l'étranger, d'une taille souvent importante. Cette stratégie de

consolidation de parts de marché a pu être en partie financée par les ressources financières qu'ont générées les cessions des activités non stratégiques. Par ailleurs, ce double mouvement de recentrage et de consolidation des parts de marché sur le plan international a créé une offre et une demande d'entreprises, qui a fortement alimenté l'activité de fusions au cours des dix dernières années à un noveau international (Strategor, 1993).

En dépit d'un contexte économique favorable aux fusions et acquisitions (notamment de type horizontal), des études récentes sur leurs performances nous amènent à nous interroger sur leur efficacité économique. Les études réalisées par Porter (1987), Ravenscraft et Scherer, (1987) et McKinsey (1988) estiment à 50% le taux d'échec des fusions. La légitimité de telles opérations est d'autant plus remise en cause aujourd'hui que les entreprises sont entrées dans une phase de consolidation de leurs acquisitions, s'accompagnant souvent de plans de restructurarion et de licenciements massifs onéreux sur le plan financier et humain, et rendant difficile la réalisation des bénéfices escomptés. Le problème est d'autant plus aigü que l'entreprise acquise a fait l'objet de surenchères lors du processus de négociation et que la prime payée pour en prendre le contrôle a été élevée.

1.3 SYNTHESE DU CHAPITRE 1

La reconstitution historique des fusions et acquisitions que nous avons entreprise dans le cadre de ce premier chapitre nous montre que les fusions et acquisitions ne représentent pas un phénomène nouveau. A cet égard, les interrogations que suscitent les récentes opérations de fusions ne sont donc pas nouvelles et peuvent, dans certains cas, trouver un écho dans l'analyse des travaux réalisé sur les vagues précédentes.

Cette synthèse historique a permis de montrer que les fusions n'apparaissent que dans un contexte économique (croissance économique, élargissement du cadre du marché de référence, innovation technologique) et institutionnel (loi anti-trust, régulation du marché boursier) favorable. Un contexte macro-économique d'ailleurs si favorable qu'il a pu parfois occulter un temps la mauvaise performance micro-économique de telles opérations qui s'est néanmoins toujours révélée être une condition *sine qua non* de leur succès. Contrairement aux circonstances macro-économiques, les motivations micro-économiques sous-tendant la fusion ont été très variées et parfois simplement opportunistes. Ainsi, les récentes fusions de nature financière et spéculative, généralement vouées à l'échec, ne constituent pas, contrairement aux propos alarmistes tenus par la presse économique, un élément nouveau de la vague actuelle de fusions.

D'un point de vue stratégique, on retiendra que les motivations diffèrent d'un type de fusion à l'autre : recherche d'économies d'échelle et de pouvoir de marché pour les fusions horizontales,

d'économies d'intégration pour les fusions verticales, de synergies opérationnelles pour les fusions de diversification liée et de synergies financières pour les fusions conglomérales. Enfin, nous retiendrons que l'analyse des opérations de fusions actuelles exige de prendre en compte la spécificité de leur ampleur et de leur champ d'action. La nature transnationale de ces opérations requiert en particulier d'adopter des cadres d'analyse élargis pour appréhender les notions d'efficience et de pouvoir de marché dans le cadre de la formation d'oligopoles internationaux.

Le bilan des performances de ces opérations de fusions et acquisitions a été mitigé dès le début du siècle avec un taux d'échec évalué à 50% par la majorité des recherches entreprises sur cette première vague américaine. Les caractéristiques sectorielles et la qualité du management du processus de consolidation se sont révélées être les déterminants majeurs du succès des fusions horizontales de cette première vague. Il est plus risqué de tenter de tirer des leçons des fusions de la seconde vague en raison de leur caractère hétéroclite, de la rareté des recherches entreprises et des conséquences de la grande dépression de 1929 sur l'ensemble du tissu industriel américain. Enfin, les fusions conglomérales de la troisième vague n'ont pas amélioré la rentabilité des entreprises fusionnantes sur le long terme et se traduisent aujourd'hui par un désinvestissement des activités périphériques et un recentrage de ces groupes. De plus, les fusions conglomérales n'ont pas permis à l'actionnaire de diversifier son risque financier de manière plus efficiente que les portefeuilles de placements.

La médiocrité des performances de la majorité des acquisitions de chaque vague montre à quel point il est pertinent de s'interroger sur l'efficacité économique de tels regroupements. On peut, en effet, se demander dans quelle mesure une acquisition permet d'améliorer les performances du nouvel

ensemble constitué et, sous quelles conditions, ce dernier est plus à même de valoriser l'entreprise acquise que le vendeur. Afin d'apporter des éléments de réponse plus précis à ces questions, nous présentons dans les chapitres suivants les travaux de recherches réalisés par les chercheurs en finance et en stratégie qui se sont intéressés à la notion de création de valeur au sein des fusions et acquisitions.

CHAPITRE 2

FUSIONS ET CREATION DE VALEUR :
REVUE DE LA LITTERATURE EMPIRIQUE EN FINANCE ET EN STRATEGIE

2.1. LES RECHERCHES PIONNIERES REALISEES EN FINANCE

2.1.1. Déterminants micro-économiques des fusions : risque d'absorption et profitabilité

2.1.2. Effets des fusions sur la rentabilité à long terme des entreprises fusionnantes

2.1.3. Effets des fusions sur l'enrichissement des actionnaires

2.2. LA NOTION DE CREATION DE VALEUR AU COEUR DES RECHERCHES EN STRATEGIE

2.2.1. La notion de "*relatedness*" au coeur des recherches sur les stratégies de diversification

2.2.2. "*Relatedness*" et création de valeur : une relation complexe à appréhender

2.2.3. Synthèse des résultats de recherche : les apports de Seth (1990)

2.3 SYNTHESE DU CHAPITRE 2 : PROBLEMATIQUE GENERALE DE LA THESE

Nous avons vu que, historiquement, les chercheurs en finance se sont intéressés au phénomène des fusions et acquisitions à partir de la vague de fusions conglomérales. L'enjeu était alors de déterminer, d'une part, si les conglomérats constituaient pour l'investisseur un instrument efficace de diversification du risque et, d'autre part, de vérifier l'existence des synergies financières escomptées. Les recherches se sont ensuite très rapidement élargies aux autres catégories de fusions (horizontales, verticales et de diversification liée) et se sont structurées autour de deux axes majeurs : l'étude des déterminants et des effets micro-économiques des fusions et acquisitions.

Le premier type de recherches a pour objet d'étudier les caractéristiques micro-économiques des firmes acquéreuses et acquises afin de mieux comprendre le mécanisme de sélection des cibles au sein du marché des entreprises. Ces recherches visent *in fine* à répondre à la question suivante : "Est-il possible de prédire la prise de contrôle d'une firme par une autre en fonction du différentiel de performance qui existe entre les deux entreprises ?" Ou encore, "Existe-t-il un potentiel de création de valeur à l'origine de la fusion ?"

Le second type de recherches s'intéresse aux effets des fusions sur la performance. Deux catégories d'études empiriques sur la performance peuvent être distinguées : la première vise à appréhender les effets des fusions sur la performance de long terme des entreprises, et la seconde a pour objet d'évaluer l'impact de court terme des fusions sur l'enrichissement des actionnaires. Ce second type de travaux, développé à partir du milieu des années soixante-dix, a connu une forte popularité en raison du consensus méthodologique qui s'est établi dans le milieu académique (Husson, 1986), de la facilité d'accès aux données boursières, et des critiques virulentes qu'il émettait à l'égard

des recherches fondées sur des données comptables.

Dans le prolongement logique de l'esprit de ces recherches, les financiers se sont attachés à comparer la performance relative de ces deux types de fusions (conglomérales et reliées), cherchant à vérifier l'existence des synergies financières. A cet égard, les préoccupations des chercheurs en finance ont rejoint celles des chercheurs en stratégie. Cependant, si l'objectif des chercheurs en finance s'est généralement limité à l'étude des synergies financières, les chercheurs en stratégie chercheront à démontrer, sur la base de leur filiation théorique, la prééminence des synergies stratégiques sur les synergies financières. S'appuyant sur des résultats issus des recherches sur la diversification (Rumelt, 1974, 1982, Montgomery, 1979, et Bettis, 1981), les recherches sur les fusions entreprises par les chercheurs en stratégie (Lubatkin, 1984, 1988, Singh ,1984, Singh et Montgomery 1988, Shelton, 1988 et Seth, 1990) auront pour objectif principal de montrer que les fusions reliées, motivées par la recherche de synergies stratégiques, sont plus créatrices de valeur que les fusions conglomérales, motivées par la recherche de synergies financières.

La première partie de ce chapitre a pour objet de synthétiser les recherches qui ont été réalisées en finance sur les déterminants et les effets micro-économiques des fusions sur la rentabilité économique et la valeur de marché de l'entreprise. La seconde partie de ce chapitre vise à rendre compte des travaux de recherches, en grande partie effectués par des chercheurs en stratégie, qui s'intéressent aux mécanismes de création de valeur au sein des fusions. En raison de l'ampleur et de la diversité des travaux empiriques qui ont été réalisés sur les fusions et acquisitions au cours des deux dernières décennies, nous n'avons pas la prétention de proposer une synthèse exhaustive dans le cadre de ce chapitre. Nous avons sélectionné les travaux qui contribuent le plus, à notre avis, à la

compréhension de l'évolution des problématiques de recherche au cours de ces deux décennies et qui permettent de mettre en évidence le positionnement de notre recherche par rapport aux travaux antérieurs.

2.1. LES RECHERCHES PIONNIERES REALISEES EN FINANCE

Compte tenu du caractère récent des études sur les performances des fusions en stratégie, il nous a paru judicieux d'élargir notre revue de littérature à la finance. On constatera d'ailleurs dans ce chapitre l'existence de recoupements entre ces deux disciplines, tant au niveau des questions de recherche traitées que des méthodologies utilisées. Par ailleurs, en raison du lien étroit entre les considérations d'ordre financier et celles d'ordre stratégique en matière de fusions et acquisitions, il nous a semblé difficile de faire l'économie d'une compréhension des préoccupations et problématiques soulevées par les chercheurs en finance.

2.1.1. Les déterminants financiers des fusions et acquisitions : les liens entre rentabilité et le risque d'absorption

Les chercheurs en finance se sont attachés à mettre en évidence les déterminants ou motivations micro-économiques des fusions et acquisitions en étudiant le profil financier et économique des entreprises impliquées dans de tels regroupements. Ces recherches examinent généralement la nature du processus de sélection des cibles et cherchent à comprendre dans quelle mesure ce processus est lié aux caractéristiques *ex-ante* des firmes impliquées dans ces opérations de regroupement.

D'un point de vue théorique, ce courant de recherche vise à vérifier si l'opération de fusion est motivée par l'existence d'un potentiel de création de valeur. L' hypothèse généralement testée est celle du différentiel d'efficacité selon laquelle les firmes les plus mal gérées, et par conséquent les moins rentables, constitueraient des cibles privilégiées des tentatives de prises de contrôle. Dans cette perspective, la fusion profite à la cible qui bénéficie du transfert des compétences développées par l'acquéreur qui sont supérieures à celles de la cible au regard du différentiel de performance qui existe entre les deux firmes. D'un point de vue plus pratique ou normatif, l'ambition de ces travaux consiste *in fine* à construire un modèle prédictif du risque d'être la cible d'une opération de prise de contrôle sur la base des caractéristiques économiques et financières de l'entreprise. Les travaux précurseurs dans ce domaine ont été entrepris à partir de données comptables tandis que les recherches ultérieures ont utilisé les rendements boursiers.

Résultats des recherches comptables

Les recherches fondées sur des données comptables cherchent à expliquer les différences de performances entre la cible et l'acquéreur avant leur regroupement en étudiant leur profil économique et financier. Les indicateurs les plus fréquemment retenus pour établir cette comparaison sont : la taille (mesurée par le chiffre d'affaires, le total du bilan ou l'actif net), la rentabilité économique (résultat avant impôt et frais financiers / total des actifs), la rentabilité financière (résultat net / capitaux propres), la structure financière (capitaux propres / total des actifs) ou encore la solvabilité (actifs circulants / passifs exigibles à court terme). Cette comparaison est généralement élargie à un groupe de contrôle constitué d'entreprises appartenant au même secteur d'activité ou ayant une taille équivalente, mais restées à l'écart de tout processus de croissance externe (technique dite du

"pairage", Husson, 1987).

Comme il a été souligné dans le chapitre précédent, les recherches réalisées sur la vague de fusions conglomérales américaines parviennent à des résultats convergents quant au profil financier des cibles. En effet, ces dernières sont en général moins endettées que leur acquéreur car moins agressives en termes de développement (ce qui leur vaut une évaluation boursière plus faible que celle des acquéreurs). Parmi les nombreuses études empiriques entreprises sur ce sujet, on mentionnera les études réalisées par Gort et Hogarty (1970), Stevens (1973) et Conn (1973), qui, à partir d'échantillons composés respectivement de 43, 40 et 56 fusions conglomérales, ont montré que les cibles étaient généralement moins endettées que leur acquéreur et que les entreprises appartenant au groupe de contrôle. L'acquisition de firmes moins endettées permettait à l'acquéreur de rétablir sa structure financière (en améliorant le ratio endettement / capitaux propres) ou de profiter d'une capacité d'emprunt inutilisée.

En revanche, les résultats des études américaines sur le lien entre la rentabilité économique et la probabilité d'absorption ne sont pas aussi concluants. L'étude réalisée par Lev et Mandelker (1972) (sur laquelle nous reviendrons en raison du caractère éclectique de leur méthode fondée à la fois sur des données boursières et comptables) compare 69 fusions américaines opérées de 1952 à 1968 à un échantillon de contrôle constitué de firmes ayant eu uniquement recours à la croissance interne. Les résultats mettent en évidence une rentabilité supérieure des acquéreurs mais qui, toutefois, est peu significative d'un point de vue statistique. De même, les études de Stevens (1973) et Conn (1976) n'ont pas permis de dégager de relations significatives entre la rentabilité des capitaux

propres des entreprises acquises et leur probabilité de faire l'objet d'une prise de contrôle.

Les études réalisées sur les fusions européennes aboutissent à des conclusions similaires avec cependant quelques nuances. Les deux études significatives sur les déterminants des fusions européennes ont été réalisées par Singh (1975) et Navatte (1978) pour la Grande-Bretagne et la France respectivement. A partir d'un échantillon de 112 fusions réalisées dans les secteurs manufacturiers au cours des années 1950-1970, Singh (1975) montre que les entreprises acquises sont plus petites, moins rentables et bénéficient d'un levier financier moins important que la moyenne du secteur. En revanche, les sociétés absorbantes sont en moyenne plus grandes, plus rentables, et jouissent d'une croissance plus rapide et d'un levier financier plus important que les sociétés absorbées. Elles affichent par ailleurs une plus grande stabilité de leur taux de profit. Dans son étude sur les fusions réalisées par des entreprises françaises, Navatte (1978) utilise un échantillon de 71 entreprises acquéreuses, 70 entreprises acquises et un groupe de contrôle constitué de 75 entreprises. A l'aide d'une analyse discriminante, l'auteur tente de prédire, sur la base de l'analyse des caractéristiques financières, la probabilité pour qu'une entreprise se porte acquéreur d'une autre entreprise, soit rachetée ou reste à l'écart de tout processus de croissance externe. L'analyse des ratios de rentabilité, de croissance, de taille, d'endettement et de liquidité montre, d'une part, que les entreprises acquéreuses sont d'une taille plus importante que les entreprises acquises et, d'autre part, que la rentabilité et la croissance des entreprises cibles sont similaires à celles des sociétés acquéreuses et des fimes appartenant à l'échantillon de contrôle.

D'autres études européennes ont été réalisées à partir d'échantillons de plus petite taille. A

partir d'un échantillon de 43 sociétés acquises en 1970 et 1971, et d'un groupe de contrôle constitué de 20 entreprises, Weiss (1976) utilise une analyse factorielle pour dégager, parmi une liste de 56 ratios, ceux qui différencient au mieux les trois groupes des sociétés absorbées, absorbantes et du groupe de contrôle. Les résultats de cette recherche indiquent que la taille des sociétés absorbantes est environ cinq fois plus élevée que celle des sociétés acquises (en termes d'actifs et de chiffre d'affaires), et montrent que l'analyse des indicateurs économiques généraux ne permet pas de déceler des différences de performances entre les sociétés acquises et acquéreuses. En revanche, la structure de l'actif (en particulier l'intensité capitalistique) se révèle être un facteur discriminant. Les sociétés absorbées ont, en effet, une intensité capitalistique inférieure à leur branche mais sont toutefois généralement plus rentables et moins endettées. On peut également mentionner l'étude de Guillon et Grolier (1976) se limitant à l'examen d'un nombre limité d'OPA et OPE françaises, qui ne relève aucune liaison significative entre la rentabilité et la probabilité de faire l'objet d'une prise de contrôle.

Les premières recherches comptables américaines et européennes réalisées sur les déterminants des fusions montrent que les firmes acquises sont généralement moins endettées que leurs acquéreurs et que la moyenne de leur secteur. Les acquéreurs font davantage jouer l'effet de levier de la dette que leurs cibles, qui généralement ont été gérées de façon plus prudente. Par ailleurs, la taille se révèle être un facteur déterminant dans les études européennes. Les sociétés acquises sont généralement plus petites que leurs acquéreurs. L'existence d'un rapport inverse entre la taille d'une société et la probabilité que cette dernière soit absorbée peut expliquer en partie la mise en oeuvre d'acquisitions de nature défensive par des entreprises cherchant à accroître leur taille pour éviter d'être absorbées. En revanche, la rentabilité ne s'est pas révélée être un facteur discriminant. A l'exception

de Singh (1975) qui relève une corrélation négative significative entre la rentabilité et la probabilité d'absorption, l'ensemble des études ne nous permet pas d'avancer que les firmes les plus rentables prennent le contrôle d'entreprises moins rentables. Les résultats des différentes études sur le lien entre la rentabilité et la probabilité d'absorption sont synthétisés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 1

Risque d'absorption et profitabilité : synthèse des études empiriques

Auteur(s) de l'étude	Echantillon	Lien entre la rentabilité économique et la probabilité d'absorption
Etats-Unis		
Lev et Mandelker (1972)	69 fusions Groupe de contrôle (n = 69)	Corrélation négative (peu significative)
Stevens (1973)	40 fusions conglomérales Groupe de contrôle (n = 40)	Pas de relation significative
Conn (1973)	56 fusions conglomérales Groupe de contrôle (n = 56)	Pas de relation significative
Europe		
Singh (1975)	112 fusions (Grande Bretagne) Groupe de contrôle (n = 112)	Corrélation négative significative
Weiss (1976)	43 entreprises acquises (ex-RFA) Groupe de contrôle (n = 20)	Corrélation négative peu significative
Navatte (1978)	71 entreprises acquéreuses (France) 70 entreprises acquises Groupe de contrôle (n = 75)	Pas de relation significative

Cette comparaison des résultats issus de travaux menés de façon indépendante par des chercheurs de différents pays comporte des biais méthodologiques liés au manque d'homogénéité des éléments de comparaison, notamment la période d'étude retenue et les indicateurs comptables dont la définition peut varier d'un pays à l'autre. Afin de contourner en partie ces biais et d'appliquer une

méthodologie commune en termes de période d'étude et de choix et définition des ratios comptables, Mueller (1982) a entrepris un vaste projet de recherche international sur les déterminants et les effets des fusions et acquisitions entreprises au cours des années 1962-1972 dans sept pays industrialisés: la Belgique (Kemps et Wetterwulghe), l'ex-RFA (Cable, Palfrey et Runge), la France (Jenny et Weber), les Pays Bas (Peer), la Suède (Rydén et Edberg), le Royaume-Uni (Cosh, Hughes et Singh) et les Etats-Unis (Mueller).

Les critères retenus pour appréhender les caractéristiques des firmes fusionnantes de ces sept pays ont été la taille (chiffre d'affaires et valeur des actifs), le taux de croissance (évolution des ventes ou de la valeur des actifs), le taux d'endettement (endettement / endettement + capitaux propres) et la variation des profits et de la rentabilité (profit / capitaux propres, profits / total des actifs et profits /ventes). L'évolution de ces ratios est analysée pour les cinq années précédant la fusion. Au total, quatre groupes de contrôle ont été formés. Les deux premiers correspondent aux groupes de contrôle des entreprises acquéreuses et des entreprises acquises. Ils sont composés d'entreprises de taille équivalente, présentes dans le même secteur d'activité que celui de l'acquéreur ou de la cible, et n'ayant pas eu recours (ou peu) à la croissance externe. Cependant, la constitution de ces groupes de contrôle n'a pas toujours été complète en raison des difficultés à constituer un échantillon d'entreprises similaires n'ayant pas eu recours à la croissance externe au cours de la période d'étude (1962-1972), qui correspond en fait à l'apogée de la troisième vague de fusions aux Etats-Unis et au développement de la croissance externe en Europe. C'est pourquoi deux groupes de contrôle supplémentaires ont été formés; le premier représentant la rentabilité moyenne des secteurs auxquels appartenaient les firmes impliquées dans les regroupements, et le second constitué d'entreprises

sélectionnées au hasard. Les principaux résultats de cette étude internationale sont présentés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 2

Comparaison internationale des déterminants des acquisitions

	Taille	Croissance	Endettement	Variabilité de la rentabilité	Rentabilité
Belgique	A> C A> CH	A> C A> CS	A> = C A= CH	A = C A<= CH	A = C A< CH C<= CH
Ex-RFA	A> C A> CA	A> = C A= CA	A= C A= CA	A<= C A= CA	A> = C A= CA C< CC
France	A> C A> CS	A> C A= CA	A= C A= CA	A<= C A= CA	A> = C A> = CA C<= CC
Pays-Bas	A> C A> CH	A> C A= CA	A= C A= CH	A = C A<= CA	A = C A<= CA C= CC
Suède	A> C A> CS	A> C A= CA	A= C A= CS	A<= C A= CS	A> = C A= CA C= CC
Royaume-Uni	A> C A> CH	A> C A> CA	A> C A> CA	A<= C A= CA	A> C A= CA C< CC
Etats-Unis	A> C A> CS	A> C A> CA	A> C A> CA	A= C A= CA	A = C A= CA C= CC

A : Entreprises acquéreuses
C : Entreprises acquises
CA : Groupe de contrôle constitué d'entreprises similaires aux entreprises acquéreuses
CC : Groupe de contrôle constitué d'entreprises similaires aux entreprises acquises
CS : Groupe de contrôle sectoriel
CH : Groupe de contrôle constitué d'entreprises sélectionnées au hasard

---

in Mueller, D. C. 1982. *The Determinants and Effects of Mergers*. Publication of the Science Center Berlin. Vol. 24. p. 300.

Corroborant les résultats des recherches présentées précédemment, l'étude dirigée par Mueller montre que les acquéreurs ont une taille plus importante que les entreprises acquises et que celles appartenant au groupe de contrôle, et que leur croissance a été plus soutenue au cours des cinq années précédant la fusion. En effet, les entreprises acquéreuses ont mené une politique de croissance plus agressive que les cibles et que les entreprises du groupe de contrôle, et l'ont mise en oeuvre grâce à un effet de levier financier plus important se traduisant par un taux d'endettement plus élevé. En dépit d'un taux d'endettement supérieur, les acquéreurs affichent une variabilité de leurs résultats plus faible que celle de leurs cibles dans quatre pays (ex- RFA, France, Suède et le Royaume-Uni) mais cette différence est peu significative et ne se vérifie pas auprès de l'échantillon de contrôle. Par ailleurs, sur le plan de la rentabilité elle-même, l'étude montre que le lien entre la rentabilité et la probabilité d'absorption est ténu. En effet, les performance des acquéreurs au cours des cinq années précédant la fusion ne sont pas supérieures à celles des cibles dans trois des sept pays étudiés (Belgique, Pays-Bas et Etats-Unis), ni à celles des entreprises de leur groupe de contrôle dans deux de ces trois pays (Belgique et Pays-Bas). Dans les quatre pays restants (Ex-RFA, France, Suède et Royaume-Uni), les performances des acquéreurs sont légèrement supérieures à celles des entreprises acquises (seul le Royaume-Uni affiche des résultats significatifs sur le plan statistique). Malgré la faible significativité des résultats sur le plan statistique, on notera toutefois que les performances des entreprises acquéreuses sont dans toutes ces études au moins équivalentes à celles des entreprises acquises, à défaut d'être supérieures (ces différences seront plus significatives dans le cadre des études fondées sur des données boursières que nous allons présentées ci-après).

Par ailleurs, l'étude de Mueller montre que les performances des entreprises cibles sont inférieures ou équivalentes à celles de leur groupe de contrôle (différences toutefois non statistiquement significatives). Ces résultats suggèrent que la corrélation entre la rentabilité avant la fusion et la probabilité d'absorption est négative ou peu différente de zéro mais jamais positive, ce qui validerait en partie l'hypothèse selon laquelle la probabilité pour une entreprise de faire l'objet d'une prise de contrôle augmente de façon inverse avec ses performances. Cette conclusion est cependant sujette à caution en raison de la faible significativité des résultats de Mueller sur le plan statistique et des travaux ultérieurs conduits par Carleton, Guilkey, Harris et Stewart (1983) montrant, à l'aide d'un échantillon de 61 firmes acquises, que la rentabilité de ces dernières est supérieure à celle des 1352 entreprises constitutives du groupe de contrôle et n'ayant pas fait l'objet d'une prise de contrôle.

Ainsi, les premières recherches entreprises essentiellement aux Etats-Unis, et plus tardivement en Europe, visant à étudier le profil financier et économique des entreprises impliquées dans des opérations de fusions à partir de données comptables nous apportent des enseignements sur les caractéristiques des entreprises acquéreuses et acquises concernant leur taille, leur croissance et leur structure financière. En revanche, elles ne parviennent pas à élucider le mécanisme de sélection des cibles au sein du marché des entreprises dans la mesure où elles n'ont pas permis de mettre en évidence un lien significatif entre la rentabilité et la probabilité d'absorption.

Résultats des recherches fondées sur des données boursières

Les premières études visant à rendre compte du profil économique des entreprises fusionnantes à travers leurs performances boursières ont été réalisées aux Etats-Unis par Mandelker

(1974), Ellert (1976), Langetieg (1978), Asquith (1980) et Malatesta (1983). La performance boursière des entreprises a été mesurée en rapportant le rendement de leurs titres avant la fusion au rendement du marché. Les résultats de ces recherches sont présentés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 3

Résultats des recherches boursières sur les caractéristiques des firmes impliquées dans des fusions

Auteur(s)	Echantillon	Période d'étude (jours)	Acquéreur	Cible	Résultats
Mandelker (1974)	Etats-Unis 241 firmes acquéreuses 151 firmes acquises	 (-100;-10) (-40;-9)	 + 12.7 % + 3.1 %	 - 3.1 %	 Différence significative
Ellert (1976)	Etats-Unis 771 firmes acquéreuses 311 firmes acquises	 (-100;-10)	 + 17.4 %	 - 11.3 %	 Différence significative
Langetieg (1978)	Etats-Unis 149 firmes acquéreuses 149 firmes acquises	 (-72;-7)	 + 10.7 %	 - 7.5 % Groupe de contrôle : - 6.4 %	 Différence significative
Asquith (1980, 83)	Etats-Unis 196 firmes acquéreuses 211 firmes acquises	 (-60;0)	 + 13.5 %	 - 12.5 %	 Différence significative

Comme le montrent les résultats présentés dans le tableau 3, les études utilisant des données boursières pour rendre compte des performances *ex-ante* des entreprises impliquées dans un regroupement affichent des différences nettement plus significatives que celles obtenues dans les travaux de nature comptable. Les entreprises acquéreuses sont, en effet, nettement plus performantes que la moyenne du marché, tandis que les entreprises acquises affichent des performances

significativement inférieures à celles du marché, et *a fortiori* à celles des acquéreurs, suggérant que la médiocrité des performances est à l'origine de la prise de contrôle. Les résultats obtenus par Langetieg (1978) sont plus nuancés. En effet, bien que les entreprises acquises affichent des résultats inférieurs à la moyenne du marché, Langetieg montre, sur la base d'un échantillon de contrôle constitué d'entreprises similaires aux entreprises acquises mais n'ayant pas fait l'objet d'une prise de contrôle, que l'écart de performances entre les firmes acquises et celles de l'échantillon de contrôle n'est pas significatif (- 0.9 %), ce qui confirme la difficulté de prédire la probabilité d'absorption d'une firme en fonction de ses performances. En revanche, les résultats montrent clairement, contrairement aux études fondées sur des données boursières, que les firmes acquéreuses sont plus performantes que les entreprises dont elles prennent le contrôle, ce qui indique l'existence d'un potentiel de création de valeur entre les firmes fusionnantes.

L'étude de Palepu (1986) compare les performances comptables et boursières des entreprises fusionnantes et corrobore les résultats des recherches antérieures puisqu'elle montre que les résultats obtenus à partir des donnés boursières sont nettement plus significatifs que ceux obtenus à partir des données comptables. A partir d'un échantillon composé de 163 entreprises acquises au cours de la période 1971-1979 et d'un groupe de contrôle constitué de 256 entreprises, Palepu montre que la probabilité d'absorption est corrélée de façon significative aux rendements boursiers (- 1.33) tandis qu'elle ne l'est pas avec l'indicateur rendant compte de la rentabilité des capitaux (+ 0.003). Par ailleurs, il souligne que les entreprises acquises se caractérisent par une taille, une croissance et un endettement inférieurs aux entreprises du groupe de contrôle n'ayant pas fait l'objet d'une prise de contrôle.

L'identification des caractéristiques discriminantes du profil économique et financier des entreprises cibles ne permet toutefois pas à Palepu de construire un modèle fiable du risque d'absorption. En effet, Palepu teste sur un échantillon composé de 1117 entreprises (parmi lesquelles 1087 n'ont pas fait l'objet d'une tentative de prise de contrôle et les 30 restantes ont été rachetées au cours de cette même année) un modèle de prédiction du risque d'absorption en fonction des variables discriminantes sélectionnées de l'analyse antérieure. L'utilisation de ce modèle de prédiction conduit à affecter 625 des entreprises de l'échantillon à la catégorie des entreprises ayant constitué la cible d'une opération d'acquisition, et les 492 restantes à la catégorie des entreprises n'ayant pas fait l'objet d'une prise de contrôle. Parmi les trente firmes ayant effectivement fait l'objet d'une acquisition, 24 ont été classées correctement (soit 80 % des firmes acquises). En revanche, le modèle n'a affecté correctement que 486 entreprises sur les 1087 n'ayant pas fait l'objet d'une prise de contrôle à la catégorie correspondante (soit 45 % des firmes non acquises), démontrant la faible fiabilité de ce modèle prédictif.

La majorité des études présentées dans cette rubrique aboutissent à des résultats convergents quant au profil financier et économique des entreprises impliquées dans les fusions. Il est à noter que les résultats des recherches boursières concernant le différentiel de performance entre la cible et l'acquéreur sont plus significatifs que ceux des recherches comptables. Dans les deux types de travaux, néanmoins, les performances des acquéreurs se révèlent supérieures à celles de la cible et mettent donc en évidence l'existence d'un potentiel de création de valeur (dont il nous faudra évaluer la réalisation à travers les études des performances post-fusion que nous présenterons dans la

prochaine partie). Toutefois, la mise en évidence des caractéristiques micro-économiques des firmes impliquées dans des opérations de fusions ne nous a pas permis d'établir un modèle prédictif fiable de la probabilité d'absorption . L'étude de Palepu (1986) montre qu'il est difficile de détecter les firmes qui, au sein d'un marché constitué d'entreprises similaires et dont les performances peuvent être d'un niveau comparable, deviendront les cibles d'une tentative de prise de contrôle. Les tentatives de formalisation du mécanisme de sélection des cibles au sein du marché des entreprises restent peu concluantes et nous laissent penser que le choix d'une cible au sein de ce marché est en grande partie stochastique.

2.1.2. Effets des fusions sur la rentabilité à long terme des entreprises fusionnantes

Les travaux précurseurs réalisés par les chercheurs en finance en vue de mesurer les effets des fusions sur les performances, et par conséquent l'ampleur de la création (ou destruction) de valeur, se sont appuyés sur des données comptables. Les travaux les plus fréquemment cités en référence sont ceux qui ont été entrepris aux Etats-Unis par Segall (1968), Kelly (1969), Hogarty (1970),Weston et Mansinghka (1971), et Melicher et Rush (1973, 74), et en Europe par Meeks (1977) pour la Grande-Bretagne, et par Navatte (1978) pour la France.

Les travaux de Segall (1968), Kelly (1969) et Hogarty (1970), à partir d'échantillons respectivement composés de 58, 20 et 43 entreprises acquéreuses, aboutissent à des conclusions similaires et montrent que le différentiel de performance entre les performances post-fusion et celles avant la fusion n'est pas significatif. L'étude de 69 firmes acquéreuses américaines réalisée par Lev et Mandelker (1972) ne révèle qu'une légère amélioration des performances de ces firmes à l'issue

de la fusion. En revanche, l'étude de Weston et Mansinghka (1971), présentée dans le premier chapitre de cette thèse, met en évidence, à partir d'un échantillon de 63 firmes acquéreuses, une amélioration significative des performances des entreprises impliquées dans les fusions tandis que celles du groupe de contrôle qui ont mené un développement par croissance interne ont vu leurs performances stagner. Cependant, comme il a été souligné précédemment, la période d'étude retenue par Weston et Mansinghka biaise les résultats dans la mesure où elle correspond à une période de forte croissance économique favorable à la mise en place de strategies agressives de croissance externe (Weston, Smith et Shrieves, 1972, Ravenscraft et Scherer, 1987).

En ce qui concerne les travaux européens, la recherche réalisée par Meeks (1977) a un poids significatif en raison de la taille de l'échantillon sur lequel repose l'étude. En effet, Meeks a étudié les performances de 233 fusions qui se sont déroulées en Grande-Bretagne de 1964 à 1972. L'analyse de l'évolution des performances des entreprises impliquées dans ces regroupements sur une période couvrant les trois mois précédant la fusion et les huit mois suivant sa réalisation effective montre que les entreprises enregistrent une baisse significative de leurs performances à l'issue de la fusion. Les résultats obtenus par Navatte (1978) sur un échantillon plus limité composé de 45 entreprises acquéreuses françaises (ayant effectué une acquisition de nature horizontale entre 1962 et 1972) sont plus nuancés. Navatte constate une amélioration de la rentabilité de l'entreprise acquéreuse dès l'année même du regroupement (de l'ordre de + 8.9 % par rapport aux deux années précédant la fusion). Cependant, trois ans après la fusion, les résultats sont moins concluants puisqu'en termes de rentabilité, Navatte estime que 20 % des fusions sont des succès, 15 % des échecs et 63 % ont un effet mitigé sur la performance.

L'ensemble des résultats des études que nous avons brièvement présentés dans le cadre de cette rubrique ainsi que ceux issus des recherches sur les fusions conglomérales fondées sur des données comptables (présentés dans le précédent chapitre) sont récapitulés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 4

Synthèse des études comptables sur les performances des fusions et acquisitions

(comparaison avant-après)

Auteur(s) de l'étude	Echantillon	Résultats
Segall (1968)	Etats-Unis 58 entreprises fusionnantes	Différentiel de performances non significatif
Kelly (1969)	Etats-Unis 20 entreprises fusionnantes Groupe de contrôle (n = 20 de taille similaire et du même secteur)	Différentiel de performances non significatif
Hogarty (1970)	Etats-Unis 43 entreprises acquéreuses Groupe de contrôle (moyenne sectorielle)	Différentiel de performances non significatif
Weston et Mansingha (1971)	Etats-Unis 20 fusions conglomérales Groupe de contrôle constitué d'entreprises non conglomérales (1958-1968)	Différentiel de perfomances positif significatif
Lev et Mandelker (1972)	Etats-Unis (1952-1968) 69 firmes acquéreuses Groupe de contrôle (n = 69)	Légère amélioration des performances
Melicher et Rush (1973, 74)	Etats-Unis 45 fusions conglomérales Groupe de contrôle (n = 45 du même secteur)	Différentiel de performances non significatif
Meeks (1977)	Grande-Bretagne 233 fusions (1964-1972)	Baisse significative de la performance à l'issue de la fusion
Navatte (1978)	France 45 entreprises acquéreuses (fusions horizontales) (1962-1972) Groupe de contrôle (n = 45 à croissance interne)	Légère amélioration des performances à l'issue même de la fusion; 3 ans après : Succès = 20%, Echec = 15 %, Bilan mitigé = 63 %

Cette synthèse montre que les premières études de performance des fusions et acquisitions réalisées à partir de données comptables aboutissent à des résultats contradictoires. Les variantes sur le plan méthodologique de ces différentes études (période d'étude, indicateurs de performance, constitution ou non d'un échantillon de contrôle, etc.) peuvent contribuer à expliquer la nature de ces conclusions. A cet égard, le projet de recherche dirigé par Mueller (1982) visant à comparer les performances des fusions de sept pays industrialisés s'étant déroulées de 1962 à 1972 à partir d'une méthodologie commune nous semble d'un grand intérêt. Les performances sont ainsi appréhendées en comparant l'évolution de la rentabilité des entreprises impliquées dans la fusion à celle d'un échantillon de contrôle sur une période de dix ans (les cinq années précédant et suivant la fusion). Comme nous l'avons vu précédemment, quatre groupes de contrôle ont été formés : les deux premiers étant constitués respectivement d'entreprises similaires aux entreprises acquéreuses et aux entreprises acquises et n'ayant pas eu recours (ou peu) à la croissance externe, le troisième étant composé d'entreprises appartenant au même secteur, et enfin le quatrième étant formé d'entreprises sélectionnées au hasard. La profitabilité a été estimée à partir de la moyenne des trois ratios suivants: profits / capitaux propres, profit / total des actifs, et profit / chiffre d'affaires. La taille de l'échantillon pour chaque pays varie en fonction de l'importance du marché national et de l'ampleur de la vague de fusions. Les résultats de cette étude internationale sont présentés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 5

Comparaison internationale des performances des fusions

Pays	Taille de l'échantillon	Rentabilité économique (après impôt)
Belgique	59	A, C > = CA, CC
Ex-RFA	50	A, C = CA, CC A, C > = CS
France	62	A, C < = CA, CC A, C < = CS
Pays-Bas	35	A, C < CA, CC A, C < CS
Suède	25	A, C = CA, CC A, C < = CS
Royaume-Uni	210	A, C > CA, CC A, C > CH
Etats-Unis	285	A, C > = CA, CC A, C = CS

A : Entreprises acquéreuses
C : Entreprises acquises
CA : Groupe de contrôle constitué d'entreprises similaires aux entreprises acquéreuses
CC : Groupe de contrôle constitué d'entreprises similaires aux entreprises acquises
CS : Groupe de contrôle sectoriel
CH : Groupe de contrôle constitué d'entreprises sélectionnées au hasard

In Mueller, D.C. 1982. *The determinants and effects of mergers*. Publication of the Science Center Berlin. Vol. 24. p. 305.

Cette étude n'aboutit pas à des résultats concluants quant aux effets des fusions sur la profitabilité des entreprises. Dans quatre pays - Belgique, RFA, Royaume-Uni et Etats-Unis-, les performances des firmes impliquées dans les fusions sont légèrement supérieures à au moins l'un des échantillons de contrôle. Cependant, en Belgique et aux Etats-Unis, cette supériorité ne se vérifie pas par rapport à la moyenne du secteur, ce qui suggère que la constitution de l'échantillon de contrôle comporte des biais. En effet, dans ces deux cas, les groupes de contrôle constitués d'entreprises

similaires aux entreprises acquéreuses et aux entreprises cibles ont été formés par des firmes dont la profitabilité était inférieure à la moyenne de leur secteur. Par ailleurs, le cas allemand montre que les entreprises touchées par les fusions affichent des performances supérieures à la moyenne des entreprises de leur secteur mais pas à celles de leur groupe de contrôle (relatif aux entreprises acquéreuses et acquises). Soulignons que, pour le cas allemand, l'échantillon des opérations impliquées dans les fusions inclut généralement des firmes de taille importante, qui sont cotées en bourse ou pour lesquelles des informations financières précises sont disponibles. Par conséquent, les échantillons de contrôle constitués de firmes équivalentes par leur taille et du même secteur sont également composés de firmes importantes. Dans le cas allemand, on peut donc penser que la taille est un facteur plus discriminant pour rendre compte des performances que l'opération de fusion *per se*. Seules les entreprises britanniques impliquées dans des opérations de croissance externe affichent des performances supérieures à leur groupe de contrôle. Dans le cas des fusions réalisées par des entreprises britanniques, allemandes, américaines et belges, la supériorité de leurs performances doit être appréciée de façon prudente dans la mesure où le différentiel de performance est, excepté pour la Grande-Bretagne, très faible, voire non significatif sur le plan statistique. Quant aux trois autres pays restants (France, Pays Bas et Suède), les entreprises impliquées dans des fusions ont été moins profitables que leur groupe de contrôle. Toutefois, ce différentiel de performance est peu important, voire non significatif sur le plan statistique. L'analyse des résultats de cette étude montre que les opérations de fusions ont généralement eu un faible impact sur les performances. Dans quatre cas sur sept, ces opérations se sont traduites par une légère amélioration des performances, et dans les trois autres cas, par une faible dégradation des résultats.

Ainsi, les études réalisées sur les performances des fusions à partir des données comptables aboutissent à des résultats peu concluants, voire contradictoires. Il convient alors de se demander dans quelle mesure ces contradictions ou l'absence de conclusions s'expliquent par le choix de la méthodologie. En effet, des critiques virulentes ont été émises dès le milieu des années soixante-dix à l'encontre des méthodes fondées sur les données comptables. Ces critiques se basaient sur les trois éléments suivants : 1) les données comptables ne reflètent qu'une image statique de la valeur de l'entreprise formée uniquement à partir de la prise en compte de ses performances passées; 2) les données comptables sont de nature générale et ne permettent pas d'évaluer spécifiquement l'impact de la fusion elle-même sur les performances; enfin, 3) les données comptables sont le fruit d'un processus d'élaboration complexe mené par l'entreprise et dont la fiabilité reste peu contrôlable.

Ces limites ont amené les chercheurs à développer une méthodologie fondée sur les données boursières estimées plus pertinentes pour mesurer les éventuelles synergies, c'est à dire une création de valeur générée par l'effet de la fusion *per se*. Ainsi les années soixante-dix et quatre-vingt ont vu se développer une multitude de travaux analysant les performances des fusions et acquisitions sur la base d'une évaluation de leurs conséquences patrimoniales pour les actionnaires des entreprises acquéreuses et des firmes acquises. Ces travaux s'inscrivent dans un cadre théorique néo-classique d'efficience des marchés financiers où les valeurs de marché sont l'étalon de mesure des performances des entreprises.

2.1.3. Effets des fusions sur l'enrichissement des actionnaires

A partir de la vague conglomérale, les chercheurs en finance ont cherché à déterminer si les conglomérats constituaient un moyen efficace de diversification du risque pour l'actionnaire. Cette préoccupation les a amenés à évaluer le risque et le rendement des actions des conglomérats par rapport au marché. Ces recherches se sont ensuite élargies aux autres types de fusion. Ces travaux de recherche font légion et ont constitué le coeur de la recherche en finance sur les fusions et acquisitions ainsi qu'une grande partie des travaux en stratégie d'entreprise des années quatre-vingt. Les études fondées sur les données boursières analysent l'évolution des valeurs des actions des entreprises impliquées dans une fusion par rapport à l'évolution des cours du marché boursier. La comparaison des valeurs des entreprises fusionnantes (estimées par un modèle d'évaluation des actifs financiers) à une norme de marché donne la valeur des rendements anormaux (*"abnormal return"*). La méthode d'évaluation des rendements anormaux revient à mesurer sur une courte période (autour d'une date de référence représentant la date de la fusion) les anticipations des conséquences de la fusion par le marché (*"event study"*), alors que les recherches comptables appréhendent les performances des fusions en évaluant les conséquences effectives de la fusion.

Nous avons choisi de présenter dans un premier temps les travaux précurseurs entrepris dès le début des années soixante et, dans un second, ceux entrepris ultérieurement en raison de différences d'ordre méthodologique sur les trois points suivants (Husson, 1987) : 1) le champ d'étude des recherches récentes couvre l'ensemble des opérations de croissance externe (fusions, OPA, OPE, etc.) tandis que les études antérieures se limitaient aux fusions; 2) les rendements "anormaux" des

études récentes sont calculés à partir de données journalières tandis que les premières recherches ont eu recours à des données mensuelles; enfin, 3) les études récentes utilisent la date de la première annonce publique de la fusion (par voie de presse) comme date de référence (autour de laquelle sont calculés les rendements anormaux), et ceci afin de mieux isoler les effets des facteurs exogènes à la fusion. Les études antérieures, en revanche, utilisaient la date de réalisation effective de l'opération de fusion.

Résultats des premières recherches boursières

La paternité des analyses des effets des fusions sur les rendements boursiers fondée sur un modèle d'évaluation des actifs financiers revient à Halpern (1973). A partir d'un échantillon composé de 150 fusions-absorptions qui se sont déroulées aux Etats-Unis de 1950 à 1965, Halpern montre que la fusion permet de réaliser un gain total de + 10.8 % (pour les deux catégories d'actionnaires confondues). Notons que la période d'observation des rendements boursiers s'étend du septième mois précédant la fusion jusqu'à la réalisation juridique effective de la fusion.

L'étude innovatrice menée par Halpern a formé un courant de recherche empirique sur les fusions et acquisitions, permettant de sophistiquer la méthodologie d'évaluation des gains boursiers et d'établir un consensus au sein de la communauté scientifique. A cet égard, la recherche entreprise par Mandelker (1974) constitue une référence au sein de ce courant dans la mesure où elle propose une méthodologie permettant de rendre compte de la répartition des gains entre les actionnaires de l'acquéreur et ceux de la cible. Sur la base d'un échantillon de 241 sociétés acquéreuses et de 252 sociétés absorbées américaines impliquées dans des fusions horizontales, verticales et conglomérales

de 1951 à 1962, Mandelker montre que les effets de la fusion sur les performances des entreprises fusionnantes - effets observables dès le septième mois avant la réalisation effective du regroupement - sont asymétriques. En effet, la valeur des entreprises cibles enregistre un gain de + 14.3 % au cours des sept mois précédant la fusion (valeur restée, par ailleurs, stable au cours des 32 mois précédant la période d'étude), tandis que la valeur des firmes acquéreuses n'augmente que de + 1.6 % au cours de cette même période (ce résultat est de + 0.9 % pour les fusions les plus importantes). Mandelker souligne que ces résultats n'ont pas fait l'objet d'ajustements majeurs au cours des vingt mois suivant la fusion. Enfin, il note que la fusion n'a pas eu d'impact sur le niveau de risque de l'entreprise.

A la suite des travaux de Mandelker, une suite ininterrompue de travaux s'est développée aux Etats-Unis, mais aussi en Europe où elles sont néanmoins plus difficiles à réaliser en raison de la plus faible disponibilité de données boursières, de la plus faible capitalisation boursière des entreprises et du rôle plus limité du marché boursier (exception faite de la Grande-Bretagne), notamment pour la période des années soixante-dix et de la première moitié des années quatre-vingt. Les résultats de ces recherches sont synthétisés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 6

Résultats des premières recherches sur les effets des fusions sur l'enrichissement des actionnaires

Auteur(s) de l'étude	Echantillon	Période d'étude (en mois) ; 0 = date de la réalisation effective de la fusion ou de l'AGE	Rendement des titres des firmes acquéreuses	Rendement des titres des firmes acquises
Halpern (1973)	E.U (1950-1965) 150 fusions-absorptions	(-7; 0)	Performances globales + 10.8 %	
Mandelker (1974)	E.U (1951-1962) 241 firmes acquéreuses 252 firmes acquises	(-7; -1)	+ 1.6%	+ 14.3 %
Ellert (1976)	E.U (1950-1970) 771 firmes acquéreuses 311 firmes acquises	(-7; 0)	+ 3.0 %	+14.6 %
Langetieg (1978)	E.U (1950-1969) 149 firmes acquéreuses 149 firmes acquises	(-6; -1)	- 2.2 %	+ 10.9 %
Franks, Boyles & Hecht (1977)	Royaume-Uni (1950-1969) 70 firmes acquéreuses 70 firmes acquises	(-5; 0)	+ 3.9 %	+ 21.9 %
Navatte (1978)	France (1962-1974) 99 firmes acquéreuses 74 firmes acquises	(-7; 0)	+ 0.3 %	+ 6.1 %
Gagnon et *al.* (1979)	Belgique (1960-1972) 49 firmes acquéreuses 67 firmes acquises	(-7; 0)	+ 3.0 %	+ 13.0 %
Blaechtten (1983)	Ex-RFA (1970-1976) 23 firmes acquéreuses 34 firmes acquises	(-7; 0)	- 1.4 %	+ 5.0 %
Rendement moyen pondéré [1]	*1402 firmes acquéreuses* *957 firmes acquises*		*+2.0 %*	*+13.4 %*

[1] Le rendement moyen pondéré a été calculé sur l'ensemble des échantillons des études relatives aux fusions présentées ci-dessus, ce qui représente 1402 firmes acquéreuses et 957 firmes acquises.

In Husson, B. 1987. *La prise de contrôle d'entreprises*. PUF.

Qu'elles soient d'origine nord-américaine ou européenne, ces premières recherches soulignent de façon unanime le caractère asymétrique de la distribution des gains de la fusion au profit des actionnaires de la cible. En effet, ces derniers touchent une prime moyenne de + 13.4 % (moyenne calculée à partir des performances relevées des différentes études), tandis que les actionnaires des entreprises acquéreuses touchent une prime moyenne de + 2 % (résultat non significatif sur le plan statistique). Cependant, il est à souligner que, ces fusions, à un niveau consolidé, engendre une création de richesse, comme l'illustre l'étude menée par Halpern (1973) qui enregistre un gain total de + 10.8 % pour les deux catégories d'actionnaires confondues. Enfin, on notera que les recherches qui analysent explicitement l'impact de la fusion sur la réduction du risque n'aboutissent pas à des résultats concluants.

Résultats des récentes recherches boursières

Comme nous l'avons souligné précédemment, la multitude des travaux sur les fusions utilisant des données boursières a permis de sophistiquer rapidement la méthodologie de l'analyse des rendements anormaux. En particulier, afin de mieux isoler, parmi l'ensemble des facteurs exogènes ayant un impact sur la valeur boursière, l'effet de la fusion *per se*, ces recherches ont observé l'évolution des rendements autour de la date d'annonce publique pour une période de temps très limitée (pouvant parfois se limiter à deux jours : le jour précédant la première annonce publique et le jour de l'annonce lui-même). Les résultats des nombreuses recherches sur l'effet d'annonce des fusions et acquisitions ont fait l'objet d'une synthèse réalisée par Jensen et Ruback (1983). Cette synthèse, complétée par des travaux entrepris après 1983, est présentée dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 7. a

Résultats des récentes recherches sur les effets des fusions sur l'enrichissement des actionnaires

Auteur(s) de l'étude	Echantillon	Période d'étude (en jours); 0 = 1ère annonce publique	Rendements des titres des firmes acquéreuses	Rendements des titres des firmes acquises
Dodd (1980)	E.U (1970-1977) 60 firmes acquéreuses 71 firmes acquises	(-20; 0) (-1; 0) (Déroulement complet de l'opération)	+ 0.8 % -1.1 % * - 7.2 % *	+ 21.8 % * + 13.4 % * + 34.0 % *
Keown & Pinkerton (1981)	E.U. (1975-1978) 194 firmes acquises	(-20; 0) (-1; 0)	nd nd	+ 24.2 % * + 14.6 % *
Asquith (1983)	E.U. (1962-1976) 196 firmes acquéreuses 211 firmes acquises	(-19; 0) (-1;0) (Déroulement complet de l'opération)	+ 0.2% + 0.2% - 0.1 %	+ 13.3% * + 6.2% * + 15.5 % *
Asquith, Bruner & Mullins (1983)	E.U (1963-1979) 170 firmes acquéreuses 35 firmes acquises	(-20;0)	+ 3.5 % *	+ 20.5 % *
Eckbo (1983)	E.U (1963-1978) 102 firmes acquéreuses 57 firmes acquises	(-20; 0) (-1; 0)	+ 0.6 % + 0.1 %	+13.5 % * + 6.2 % *
Eger (1983)	E.U (1958-1980) 37 firmes acquéreuses 36 firmes acquises	(-20; 0)	0.0 %	+ 11.7 % *
Malatesta (1983)	E.U (1969-1974) 256 firmes acquéreuses 93 firmes acquises	(Mois de l'annonce) (Déroulement complet de l'opération)	+ 0.9 % - 4.5 % *	+ 16.8 % * + 23.8 % *
Eckbo (1986)	Canada (1964-1983) 1138 firmes acquéreuses 413 firmes acquises	(Mois de l'annonce et précédant)	+ 1.1 % *	+ 7.0 % *
Rendement moyen pondéré [1]	*565 firmes acquéreuses* *569 firmes acquises*	*(-20;0)*	*+ 1.3 %*	*+ 18 %*

* Résulat significatif au seuil de 0.05.

[1] Le rendement moyen pondéré a été calculé sur l'ensemble des échantillons des études relatives aux fusions présentées ci-dessus qui comportaient des données disponibles pour la période d'étude retenue (-20 jours; 0), ce qui représente 565 firmes acquéreuses et 569 firmes acquises.

In Husson. B. 1987. *La prise de contrôle d'entreprises*. PUF.

TABLEAU 7. b

Résultats des récentes recherches sur les effets des prises de contrôle sur l'enrichissement des actionnaires

Auteur(s) de l'étude	Echantillon	Période d'étude (en jours); 0 = 1ère annonce publique	Rendements des titres des firmes acquéreuses	Rendements des titres des firmes acquises
Dodd (1976)	Australie (1960-1970) 136 firmes acquéreuses 58 firmes acquises	(Mois de l'annonce)	+ 0.2 %	+ 25.2 % *
Dodd & Ruback (1977)	E.U. (1958-1978) 124 firmes acquéreuses 133 firmes acquises	(Mois de l'annonce) (Mois de l'annonce et suivant)	+ 2.83 % * + 3.1 % *	+ 20.58 %* + 21.2 % *
Kummer & Hoffmeister (1980)	E.U. (1956-1974) 17 firmes acquéreuses 50 firmes acquises	(Mois de l'annonce)	+ 5.2% *	+ 16.9 % *
Bradley (1980)	E.U (1962-1977) 88 firmes acquéreuses 161 firmes acquises	(-20;20)	+ 4.4 % *	+ 32.2 % *
Jarrel & Bradley (1980)	E.U (1962-1977) 88 firmes acquéreuses 141 firmes acquises	(-40; 20)	+ 6.7 % *	+ 34.1 % *
Bradley, Desai & Kim (1982)	E.U (1962-1980) 161 firmes acquéreuses 162 firmes acquises	(-10; 10)	+ 2.35 % *	+ 31.8 % *
Firth (1980)	Royaume-Uni (1969-1975) 434 firmes acquéreuses 434 firmes acquises	(Mois de l'annonce et suivant)	- 7.3 % *	+ 27.9 % *
Calvet et Lefoll (1985)	Canada (1971-1980) 38 firmes acquéreuses 34 firmes acquises	(Mois de l'annonce)	+ 1.3 %	+ 14.4 % *
Rendement moyen pondéré [1]	*837 firmes acquéreuses* *870 firmes acquises*		*-2.7 %*	*+ 26.4 %*

* Résulat significatif au seuil de 0.05.

[1] Le rendement moyen pondéré a été calculé sur l'ensemble des échantillons des études relatives aux prises de contrôle présentées ci-dessus, ce qui représente 837 firmes acquéreuses et 870 firmes acquises.

In Husson. B. 1987. *La prise de contrôle d'entreprises*. PUF.

Les résultats des récentes recherches sont similaires à ceux des études antérieures quant à la distribution asymétrique des gains entre les actionnaires des entreprises acquéreuses (+ 1.3 % et - 1.2 % dans les cas respectifs de fusions et de prises de contrôle) et ceux des entreprises acquises (+ 18 % et + 26.4% dans les cas respectifs de fusions et de prises de contrôle). Ces études affichent des différences plus marquées au niveau de la distribution des gains entre les actionnaires dans le cas des prises de contrôle par rapport aux fusions. Par ailleurs, la variabilité des performances des entreprises acquéreuses se révèle plus élevée dans les études antérieures. Par exemple, Asquith, Bruner, Mullins (1983) pour les fusions, Dodd et Ruback (1977) et Bradley (1980) pour les offres publiques, trouvent des gains significativement différents de zéro (respectivement + 3.5 %, + 3.1 % et + 4.4 %) tandis que Dodd (1980) pour les fusions et Firth (1980) pour les offres publiques enregistrent des performances négatives et significatives (respectivement - 1 % et - 7.3 %). La performance globale reste toutefois positive, ce qui confirme l'hypothèse de l'anticipation de synergies par le marché. Contrairement aux études comptables, les études boursières convergent quant à l'impact positif des opérations de croissance externe sur la valeur économique de l'entreprise.

Par ailleurs, les recherches réalisées à partir de données journalières ont montré que le marché réagissait rapidement à l'annonce d'une fusion puisque près de la moitié des rendements dégagés dans les vingt jours précédant la première annonce publique est obtenue le jour précédant l'annonce de la fusion et le jour de l'annonce. Ce pourcentage atteint les deux-tiers pour les offres publiques (Bradley, 1980). Les résultats attestent de l'efficience du marché financier dans sa forme semi-forte (i.e. réaction à l'annonce d'information nouvelle, Husson,1987).

Au cours des années quatre-vingt, ces recherches n'ont cessé de s'affiner en prenant en compte l'impact des différentes modalités techniques de réalisation de la fusion sur les performances boursières. Pour la France, on mentionnera les études effectuées par Eckbo et Langhor (1985) et par Husson (1986). Ces études mettent en évidence, par exemple, l'impact du mode de règlement sur la valeur des titres. Elles montrent que les gains des actionnaires des entreprises cibles sont plus élevés dans le cas d'un règlement en espèce que d'un échange de titres (OPE). Ces recherches ont également étudié l'impact des différentes actions entreprises par les dirigeants afin de protéger leur entreprise d'une éventuelle prise de contrôle (opposition des dirigeants à la prise de contrôle, réaménagement des statuts de l'entreprise, etc.). L'étude de Kummer et Hoffmeister (1978) montre que, compte tenu de la surenchère qu'elle déclenche, la résistance des dirigeants à une prise de contrôle génère des gains supérieurs pour l'actionnaire de l'entreprise cible si l'offre est finalement couronnée de succès. En revanche, les pertes s'élèvent à - 12 % si la proposition échoue. L'étude de Dodd (1980) révèle également que l'opposition des dirigeants à la prise de contrôle pénalise les actionnaires de la cible si la proposition n'est pas couronnée de succès. La perte s'élève à - 5.5 % si la proposition est refusée par la cible contre - 9.75% en cas d'annulation de la proposition par l'offreur. Ces résultats négatifs confirment l'idée que les dirigeants de la cible qui annulent de telles opérations n'agissent pas dans l'intérêt de leurs actionnaires. Ces conclusions rejoignent les résultats de Bradley, Desai et Kim (1983), selon lesquels la résistance des dirigeants à une prise de contrôle ne compromet pas les intérêts des actionnaires de l'entreprise convoitée à condition que cette opposition ne soit pas virulente au point d'entraîner un retrait de la proposition d'achat de la part de l'offreur.

La sophistication des méthodologies, l'enrichissement des échantillons collectés et l'affinement du champ d'observation n'ont cependant pas modifié de façon fondamentale les conclusions des premières études. Ces études ont eu le mérite de nous apporter de riches enseignements sur le fonctionnement du marché des acquisitions d'entreprises. Elles sont cependant parvenues à l'heure actuelle à un niveau de saturation (Jensen et Ruback, 1983), et de nombreuses questions restent largement inexpliquées par la recherche en finance. Le caractère asymétrique de la distribution des gains entre les actionnaires de la cible et ceux de l'acquéreur en faveur des premiers, par exemple, reste problématique. Husson (1987) pose cette interrogation en considérant les trois formes de réalisation des synergies suivantes :

1. Dans un premier cas de figure, les opportunités de synergies sont attachées à une seule entreprise mais elles peuvent être saisies par un grand nombre d'acquéreurs;

2. A l'inverse, dans un deuxième cas, une seule entreprise peut mettre en oeuvre certaines synergies par le biais d'une prise de contrôle, mais pour ce faire elle a le choix entre un grand nombre d'entreprise cibles;

3. Enfin, dans un troisième cas de figure, les opportunités de synergies ne peuvent être saisie qu'à travers le seul regroupement de deux entreprises spécifiques.

Seul le premier cas de figure justifie l'existence d'une distribution asymétrique des gains entre les deux catégories d'actionnaires au profit de ceux de l'entreprise cible. En revanche, les deux derniers cas ne permettent pas de justifier la nature asymétrique de la distribution des gains au profit des actionnaires de la cible constatée dans toutes les études boursières menées jusqu'à présent, conduisant Husson à souligner que la nature de la distribution des gains entre actionnaires n'a pas fait à ce jour l'objet d'explications concluantes. Dans cette même veine, Jensen et Ruback (1983)

soulignent que de nombreuses questions relatives aux mécanismes de création de valeur dans le cadre des fusions n'ont pas été éclairées par les études boursières. L'étude des déterminants des prises de contrôle a montré que les cibles affichaient des rendements boursiers significativement négatifs au cours de la période des six mois précédant l'acquisition. Jensen et Ruback soulignent qu'il n'est cependant pas prouvé que ces valeurs négatives soient la conséquence directe d'une incompétence des dirigeants : il serait surprenant que tous les gains enregistrés par les différentes études soient dus à l'élimination d'une équipe dirigeante incompétente. Les deux auteurs mettent en évidence le problème plus général de l'identification des sources réelles de gains dans le cadre des opérations de fusions et acquisitions qui, à ce jour, n'a pas reçu d'explication satisfaisante. Ils s'interrogent notamment sur la nature des synergies réalisées dans le cadre de telles opérations et sur leur contribution à la création de valeur. A cet égard, on mentionnera l'existence de certains travaux réalisés par des chercheurs en finance (dont le nombre reste très limité) tels que ceux de Choi et Philippatos (1983), ou Elgers et Clark (1983), qui constituent un début de réponse aux questions relatives à la nature des synergies. Ces travaux rejoignent les préoccupations des chercheurs en stratégie et seront par conséquent présentés dans la rubrique suivante.

2.2. LA NOTION DE CREATION DE VALEUR AU COEUR DES RECHERCHES EN STRATEGIE

Contrairement aux autres disciplines, l'intérêt des chercheurs en stratégie pour les fusions ne s'est développé que tardivement, à partir des années quatre-vingt. Deux influences majeures ont contribué à faire naître cet intérêt :

1.Les travaux réalisés en finance sur les performances des fusions et notamment les questions encore en suspens des sources de création de valeur et de la nature des synergies exploitées à travers une fusion et le problème de la distribution asymétrique des gains au profit des actionnaires de la cible.

2. Les travaux entrepris en stratégie dans les années soixante-dix sur les stratégies de diversification et qui ont exploré les notions de synergie et de "*relatedness*" ainsi que la relation entre la performance des entreprises et le degré et la nature de leur diversification.

L'influence de ces deux courants de recherche sur les travaux sur les fusions en stratégie entrepris au cours des années quatre-vingt est clairement présente dans les propos tenus par Singh et Montgomery (1987) :

> "*There is a clear consistency between Salter and Weinhold's criteria for relatedness and Rumelt's criteria. Additionally, by operating at the level of skills and resources, the typology is consistent with Andrews' (1980) concept of developing and effectively exploiting a distinctive competence. An important contribution of the Salter and Weinhold work was a linkage drawn between the acquisition of key skills or product market positions and the potential for value creation. These authors asserted that value would be created through the reinforcement of skills or positions critical to the success of the combined business - i.e. through related acquisitions. Value in this context should be reflected in the stock price of the firms (and specifically in the change in stock prices as the market adjust its expectation of future earnings from the businesses). This concept of economic value is consistent with that of financial economists...* □
> *Parallel, but independent to the conceptual work noted above, several researchers in the area of financial economics have examined the stock market's responses to corporate acquisitions. In this work, researchers have aggregated related and unrelated acquisitions and have treated them as homogeneous. In these studies the*

partioning of gains has consistently favored the acquired firms, and gains to acquirers have often been non-significant...
These two research streams suggest a natural overlap. The strategy view embodied in Salter and Weinhold's typologies could be tested via the theory and methodology of financial economics. The combination would not only benefit the policy area, but would simoustaneously address Halpern's (1983) criticism that the finance work has not addressed the issue of how value is created through acquisitions."
In Singh. H. & C. Montgomery. 1987. Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal.* P 377.

La première partie de cette rubrique a pour objet de rendre compte de l'apport conceptuel et méthodologique des chercheurs en stratégie, notamment Rumelt, Salter et Weinhold, qui se sont intéressés aux stratégies de diversification et qui ont exploré la complexité des notions de "*relatedness*" et de synergie. Le seconde partie constitue une synthèse des travaux empiriques des années quatre-vingt qui examinent le lien entre la nature des activités des entreprises fusionnantes (ou encore degré de "*relatedness*" ou de "*strategic fit*") et la création de valeur mesurée à l'aide des méthodologies financières fondées sur l'analyse des rendements boursiers.

2.2.1. La notion de "*relatedness*" au coeur des recherches sur les stratégies de diversification

L'étude des recherches entreprises sur les stratégies de diversification est intéressante en raison : 1) de leurs apports conceptuels au travers des notions de "*relatedness*" et de synergie, 2) de la nature des problématiques soulevées (supériorité des stratégies de diversification reliées sur celles de diversification conglomérale, et enfin, 3) de la sophistication des méthodologies utilisées. A cet égard, il est pertinent de suivre une présentation des travaux effectués sur la diversification de façon

chronologique et, par conséquent, de présenter dans un premier temps les travaux de Rumelt (1974) et, dans un second, ceux de Salter et Weinhold (1979).

La recherche de Rumelt (1974)

La recherche de Rumelt comporte deux étapes essentielles : la première vise à construire un système original de classification des stratégies de diversification, et la seconde consiste à évaluer les performances des entreprises diversifiées en fonction de la nature des stratégies mises en oeuvre.

Construction d'un système de classification. Avant de présenter le travail de Rumelt, il convient de souligner la contribution de Wrigley (1970), qui constitue la première tentative de classification des stratégies de diversification. Wrigley développe deux notions permettant de caractériser la nature d'une stratégie de diversification : la notion de "spécialisation" et celle de "proximité" ("*relatedness*").

1. La notion de "spécialisation" vise à rendre compte dans quelle mesure les activités de l'entreprise sont spécialisées au sein d'un même domaine d'activité, ou opèrent, au contraire, dans une diversité de secteurs. Ce critère de spécialisation est mesuré par la contribution de l'activité principale au chiffre d'affaires total de l'entreprise. Le seuil au delà duquel une entreprise est considérée spécialisée a été fixé, sur la base de résultats d'études empiriques, à 70 % : en effet, si ce ratio est supérieur à 70 %, l'entreprise est considérée mono-produit ($R > 95$ %) ou à activité dominante ($70 \% < R < 95 \%$); en revanche, si ce ratio est inférieur à 70 %, l'entreprise est considérée diversifiée.

2. La notion de "*relatedness*" a été développée par Wrigley en vue de classer les entreprises diversifiées, c'est à dire celles dont le ratio de spécialisation est inférieur à 70%. Cette notion vise à

appréhender la nature du lien entre les différentes activités (ou segments stratégiques) des entreprises diversifiées. Wrigley considère que l'entreprise mène une stratégie de diversification liée si les activités présentent entre elles des liens sur le plan de la production, du marketing ou de la technologie.

Wrigley utilise ce système de classification pour caractériser la stratégie de cent firmes présentes dans différents domaines d'activité (dont 94% se révèlent être diversifiées et 60% suivre une stratégie de diversification liée). Rumelt s'inspirera des travaux de Wrigley tout en poursuivant des objectifs plus ambitieux puisque ce premier cherche à évaluer les conséquences des différentes stratégies de diversification sur les structures et les performances des entreprises - dans le cadre de ce travail, nous focaliserons notre intérêt sur l'impact de la diversification sur les performances de l'entreprise - .

L'apport de Rumelt est également d'ordre méthodologique puisque ce dernier élabore un système de classification plus sophistiqué que celui de Wrigley. Rumelt appréhende en effet la stratégie de diversification d'une entreprise (qu'il définit comme l'entrée de l'entreprise dans des nouvelles activités nécessitant la mise en place de nouvelles compétences) sur la base des trois critères suivants :

1.Le critère de spécialisation introduit par Wrigley (1970), permettant de distinguer les firmes spécialisées ou à activité dominante des firmes diversifiées.

2. Le critère de "*related ratio*" qui évalue la proportion des revenus que l'entreprise retire du plus important groupe d'activités reliées entre elles sur une base technologique, commerciale ou industrielle commune;

3. Enfin, un ratio d'intégration verticale correspondant à la proportion des revenus issus de la vente des produits fabriqués dans le cadre des activités situées en amont ou en aval de l'activité principale.

L'apport méthodologique majeur de Rumelt est d'affiner la notion de "relatedness". Rumelt opère une première distinction, semblable à celle de Wrigley, entre les stratégies de diversification liée et non liée en fonction des trois paramètres suivants : 1) techniques de production utilisées, 2) marchés desservis et type de réseaux de distribution, et 3) ressources technologiques et compétences de R&D. Rumelt estime que des activités sont liées entre elles si elles présentent des similarités sur au moins un de ces trois paramètres.

> *"Businesses are related if they (a) serve similar markets and use similar distribution, (b) employ similar production technologies, or (c) exploit similar science-based research."*
> In Rumelt. R. 1974. Strategy, Structure and Economic Performance. Harvard University Press.

Toutefois, la détermination de la nature des liens entre les activités nécessite au préalable d'identifier les différents segments stratégiques de l'entreprise ("*discrete business*"). Pour réaliser cette étape de segmentation stratégique, Rumelt nous invite à vérifier que les activités identifiées sont mutuellement indépendantes en contrôlant que la mise en place d'une des trois mesures suivantes au sein d'une activité (réduction ou augmentation de la production, introduction d'un nouveau processus de production et altération des prix ou de la qualité des produits) n'a pas de conséquences sur l'offre des autres activités (notion d'élasticité croisée entre les produits). Dans un second temps, et dans le dessein de parvenir à une évaluation plus précise de la nature des liens entre les différentes activités

de l'entreprise, Rumelt propose d'analyser la complémentarité des activités en prenant en compte la nature des ressources et des compétences internes, qu'il classe en deux catégories : une première catégorie intitulée "*related constrained*"rendant compte des cas où les compétences génériques de l'entreprise et de la nouvelle activité ont un lien direct, par opposition à une seconde catégorie "*related linked*" où ce lien n'est qu'indirect, c'est à dire qu'il ne concerne que des ressources dérivées de l'application des compétences génériques de l'entreprise et non pas des compétences elles-mêmes.

Enfin, au sein de la catégorie relative à la diversification non liée, Rumelt établit, sur la base des critères développés par Lynch (1971), une distinction entre les entreprises conglomérales qualifiées "d'actives" et celles qualifiées de "passives". Les conglomérats dits "actifs" sont des entreprises qui se sont développées rapidement grâce à un programme soutenu d'acquisitions non liées et une politique agressive de financement (effet de levier important, émissions d'actions, etc.).

Le système de classification de Rumelt est représenté dans le tableau présenté ci-dessous.

TABLEAU 8

Système de classification des stratégies de diversification de Rumelt (1974)

Ratio de spécialisation	Catégories principales	Sous-catégories
95 - 100 %	Mono-produit	
70 - 94 %	Activité dominante	Nature des autres activités : - "*Dominant constrained*" : lien direct avec les compétences clefs de l'entreprise - "*Dominant linked*" : lien indirect avec les compétences clefs de l'entreprise - "*Dominant unrelated*" : pas de lien avec l'activité principale - "*Dominant vertical*" : intégrées verticalement (*)
< 70 %	1. Diversification liée (plus de 70 % des activités hors du métier d'origine sont liées entre elles)	Relations entre les activités - "*Dominant constrained*" : idem - " *Dominant linked*" : idem
	2. Diversification non liée (moins de 70 % des activités hors du métier d'origine ne sont pas liées entre elles)	- Conglomérats dits " actifs" : effet de levier financier important, programme d'acquisitions agressif - Conglomérats dits "passifs"

(*) Rumelt a constaté que les firmes intégrées verticalement appartenaient à la catégorie des entreprises dotées d'une activité principale dominante.

Etude du lien entre stratégie de diversification et performance. Afin d'évaluer l'effet de la diversification sur la performance, Rumelt constitue trois échantillons de cent entreprises extraites du classement des cinq cents premières entreprises établi par le magazine *Fortune* pour les années 1949, 1959, 1969. Il constate qu'au cours de la période 1949- 1969, le nombre d'entreprises diversifiées a augmenté de 30 à 60 % tandis que celui des entreprises mono-produit a diminué de 34.5 % à 6.2 %. 95 % des mouvements entre les catégories sont allés dans le sens d'une diversification accrue. Entre 1949 et 1969, 79 % des firmes mono-activité et 45 % de celles à activité dominante se sont diversifiées en grande partie à partir de leurs compétences de base ("*dominant-vertical*", "*dominant-constrained*", "*related-constrained*"). En revanche, les firmes qui étaient intégrées

verticalement se sont peu diversifiées. L'étude des performances des entreprises met en évidence des différences contrastées entre les différents types de stratégie adoptés. Ces différences sont nettement plus marquées entre les sous-catégories appartenant à une même classe qu'entre les catégories principales elles-mêmes (mono-produit, activité principale, diversification liée et diversification non liée). Trois résultats essentiels sont à souligner :

1. Parmi les entreprises présentes essentiellement dans une activité, celles dont le reste des activités est étroitement lié aux compétences génériques de l'entreprise ("*dominant-constrained group*") affichent d'excellentes performances tandis que celles intégrées verticalement obtiennent des résultats médiocres ("*dominant-vertical group*").

2. Parmi les entreprises ayant suivi une stratégie de diversification liée, celles ayant investi dans des activités liées directement à leurs compétences génériques ("*related-constrained subgroup*") obtiennent de meilleures performances que les entreprises dont la stratégie de diversification ne repose que sur un lien indirect avec ses compétences clefs ("*related-linked subgroup*").

3. Enfin, parmi les entreprises ayant adopté une stratégie de diversification conglomérale, les acquéreurs qualifiés "d'actifs" affichent les meilleurs résultats de leur catégorie.

Rumelt souligne que les différences de performance s'expliquent plus par la façon dont l'entreprise gère sa diversification que par l'adoption d'une stratégie de diversification elle-même (la dispersion des résultats intra-classe est plus forte que celle inter-classe). Rumelt constate que les deux sous-groupes les plus performants ("*dominant-constrained*" et "*related-constrained*") correspondent à des stratégies de diversification maîtrisée dans la mesure où l'entrée dans de nouveaux secteurs correspond à un élargissement du métier de base de l'entreprise. Par ailleurs, les différences au sein de la catégorie relative à la diversification conglomérale s'expliquent par un effet de levier positif de

la dette de la part d'acquéreurs agressifs et de la mise en place par ces derniers d'une structure administrative étoffée en vue d'allouer de façon efficiente les ressources. Les firmes conglomérales dites "passives" ne sont pas le fruit d'un programme d'acquisitions mais se sont généralement constituées à partir du regroupement de deux grandes entreprises diversifiées. Par ailleurs, ces conglomérats ne se sont pas dotés d'une structure administrative élaborée pour gérer les flux de fonds financiers générés par les différentes activités. Ces résultats semblent conforter l'idée de l'existence de synergies financières.

Apports de la recherche de Rumelt. La typologie utilisée par Rumelt constitue un apport important. Rumelt élabore une méthodologie qui adopte l'esprit d'une démarche d'analyse stratégique (de type *LCAG,* Learned et *al., 1965*), reposant sur la notion de métier, définie comme l'ensemble des compétences internes déployées par rapport à une certaine vision des facteurs clefs de succès de l'industrie. Il cherche ainsi à rendre compte de l'état de diversification de l'entreprise d'un point de vue interne au lieu de se contenter de recourir aux nomenclatures sectorielles. Le système de classification de Rumelt révèle des différences de performance entre les différentes formes de diversification qui n'auraient pas été mises en évidence par les mesures classiques de diversification.

Par ailleurs, l'effort pédagogique que réalise Rumelt en donnant des définitions précises et opérationnelles aux catégories qu'il emploie est une invitation à l'utilisation de sa typologie et a permis à de nombreux chercheurs de tester sa pertinence. Ces études ont généralement visé à contrôler l'impact sur la performance de facteurs exogènes tels que la période d'étude considérée (Michel et Skaded, 1989) ou les caractéristiques sectorielles (Christensen et Montgomery, 1981, Bettis et Hall,

1982, Lecraw, 1984). Ces études, qui ont révélé l'existence de certains biais liés à la constitution de l'échantillon, ne sont parvenus qu'à proposer des sophistications mineures de la typologie initiale de Rumelt. Montgomery (1982) a démontré la robustesse de la typologie de Rumelt en la recoupant avec des mesures plus classiques utilisées en Economie Industrielle fondées sur les données extraites des nomenclatures (de type *SIC*, *Standard Industrial Classification*). La typologie de Rumelt, dont la robustesse semble aujourd'hui reconnue, est devenue une référence dans les études sur les stratégies de diversification.

Sur le plan des résultats, l'apport essentiel de l'étude de Rumelt réside dans la mise en évidence d'un lien entre la performance économique et le type de diversification adopté et souligne le rôle important de la maîtrise de la gestion de la stratégie de diversification, notamment sur le plan de l'intégration des ressources.

Limites. Sur le plan méthodologique, le système de classification de Rumelt, en dépit du souci de rigueur de la définition des catégories de son auteur, n'échappe pas à la subjectivité du chercheur. En effet, la segmentation stratégique et l'évaluation de la nature des liens entre les activités font toutes deux appel au jugement du chercheur. La nature des liens entre les activités se situe au niveau des couples produits/marchés/technologies de l'entreprise. Notons que cette notion de "*relatedness*" sera élargie par Biggadike (1976) qui construit une typologie à partir des cinq catégories suivantes : 1) lien technologique, 2) économies d'échelle sur le plan de la production, 3) lien commercial ou marketing, 4) lien d'intégration verticale, et, 5) lien financier reposant sur le transfert de compétences financières. Biggadike montre que les entreprises qui investissent dans des activités présentant des

liens de nature technologique ou commerciale avec leurs activités principales (1 et 3) obtiennent des performances supérieures à celles qui mènent des stratégies de diversification reposant sur d'autres types de synergies.

L'étude de Rumelt a eu le mérite de mettre en évidence les différentes formes d'une stratégie de diversification et d'en analyser l'impact sur les performances. Cependant, son unité d'analyse est biaisée dans la mesure où les catégories définies par Rumelt représentent un état statique de diversification de l'entreprise qui est par nature composite en raison de la variété des opérations de diversification qu'une entreprise peut être amenée à réaliser. Ainsi, les recherches ultérieures viseront plus précisément à analyser l'impact d'une opération de diversification sur les performances de l'entreprise. C'est dans cette perspective que les opérations d'acquisitions ont retenu l'attention des chercheurs en stratégie.

La recherche de Salter et Weinhold (1979)

L'étude de Salter et Weinhold visait initialement à répondre aux préoccupations des dirigeants cherchant, au cours des années soixante-dix, à gérer de façon plus efficace leur stratégie de diversification. C'est dans cet esprit que Salter et Weinhold ont approfondi les notion de synergie et de "*strategic fit*". Ils ont ensuite appliqué leurs différents outils d'analyse à des études de cas d'acquisitions menées dans le cadre d'une stratégie de diversification.

Salter et Weinhold cherchent à rendre compte de la nature des liens qui existent entre les activités de la cible et celles de l'acquéreur sur la base des ressources internes que possèdent ces dernières. Dans cette perspective, le "*strategic fit*" correspond à la capacité des entreprises

fusionnantes à profiter d'une complémentarité de leurs ressources grâce : 1) à la capacité de l'acquéreur à redéployer ses ressources excédentaires afin de développer les activités de la cible; et inversement, 2) à la capacité de l'acquéreur d'utiliser les ressources de la cible afin de développer ses propres activités; ou encore, 3) à la possibilité pour les deux entreprises de partager leurs ressources afin de créer de nouvelles compétences (ou ressources) qu'elles n'auraient pu développer de façon autonome. Salter et Weinhold précisent la notion de compétences en distinguant deux catégories : les compétences générales (liées au management général de l'entreprise) et celles de nature plus fonctionnelle (R&D, production, marketing et distribution).

A partir de cette typologie, les auteurs définissent la diversification liée comme l'entrée dans une nouvelle activité dont l'exploitation requiert des compétences fonctionnelles similaires à celles détenues par l'acquéreur. Au sein de la catégorie des acquisitions liées, les auteurs opèrent une distinction entre les entreprises acquises dans des activités dont la gestion nécessite la mise en oeuvre de compétences complémentaires par l'acquéreur ("*related-complementary*") et les entreprises acquises dans des secteurs où les compétences requises sont déjà détenues par ce dernier ("*related-supplementary*"). Ces deux catégories sont respectivement liées à la notion d'économie de champ et d'économie d'échelle. En revanche, les diversifications non liées permettent d'envisager le transfert de compétences managériales générales et le redéploiement de ressources financières excédentaires. Le cadre d'analyse des liens entre la cible et l'acquéreur est synthétisé dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 9

Bénéfices attendus de la diversification (Salter et Weinhold)

	Diversification liée	**Diversification non liée**
Analyse en termes produits / marchés	Diversification dans des activités offrant une similarité sur le plan : - marketing/distribution - technologie de production - recherche et développement	Diversification dans de nouvelles activités dont les facteurs clefs de succès n'ont aucun lien avec ceux des activités de l'acquéreur.
Transferts de ressources envisageables	- Transfert d'expertise opérationnelle ou fonctionnelle	- Transfert des compétences managériales générales
	- Redéploiement de ressources excédentaires sur le plan : - des systèmes de distribution - des capacités de production - des compétences de R&D.	-Redéploiement de ressources financières excédentaires
Nature des gains potentiels	- Augmentation de l'efficience interne grâce à l'exploitation de synergies opérationnelles et d'économies d'échelle, et aux divers avantages procurés par la grande taille (plus forte stabilité des revenus)	- Gestion plus efficiente des flux financiers par une meilleure allocation des ressources financières, réduction du coût du capital, et possibilité de soutien financier entre les activités (*"subsidiation"*)
Facilité de mise en oeuvre pratique des synergies	Difficulté liée à des problèmes organisationnels lors du processus de consolidation des deux entreprises	Facilité d'exploiter des synergies financières et d'opérer des équilibrages financiers

In Salter. S. et W.A. Weinhold. 1979. *Diversification through acquisition : strategies for creating economic value.* Free Press.

Par ailleurs, Salter et Weinhold soulignent qu'il est pertinent, sur le plan méthodologique, d'étudier l'efficacité des stratégies de diversification à travers les opérations de croissance externe. En effet, l'acquisition représente un moyen pratique d'identifier un mouvement de diversification par opposition à la croissance interne de nature plus incrémentale. D'autre part, en raison de ses effets immédiats sur la combinaison des ressources des entreprises fusionnantes, la croissance externe facilite l'analyse de l'impact des stratégies de diversification sur la valeur

économique des entreprises. Dans cette perspective, l'impact d'une acquisition de diversification sur la valeur économique de l'entreprise, vue comme un moyen d'accéder à des ressources complémentaires, peut être évaluée par la réaction du marché boursier à l'annonce de la fusion (réaction censée rendre compte de l'anticipation des gains issus de la nouvelle combinaison de ressources) :

> *"The transfer of skills and resources (between business) is characterized by the term "synergy"...a creation of value is the realization of potential synergy... The economic value of an ongoing business is reflected in the market value which is a fair measure of earnings potential and is the equilibrium expectations of futures earnings".*
> In Salter. S. et W.A. Weinhold. 1979. *Diversification through acquisition : Strategies for creating economic value.* Free Press.

Si Salter et Weinhold enrichissent la notion de "*relatedness*" grâce à une approche par les ressources de l'entreprise et préconisent d'examiner le lien entre la performance des fusions et la nature des ressources combinées en analysant l'évolution des rendements boursiers, il faudra néanmoins attendre la seconde moitié des années quatre-vingt pour voir ces deux apports être intégrés au sein d'une même recherche.

2.2.2. *"Relatedness"* et création de valeur : une relation complexe à appréhender

Comme nous l'avons souligné à plusieurs reprises, à mesure que se sont développées les recherches réalisées sur les performances des fusions par les chercheurs en finance, les préoccupations de ces derniers se sont focalisées sur les mécanismes de création de valeur au sein

des différents types de fusions, et ont, à cet égard, rejoint celles des chercheurs en stratégie. C'est la raison pour laquelle les recherches entreprises en finance par Elgers et Clarks (1980), Wansley et *al.* (1980), et Choi et Philippatos (1983) sont présentées dans la même rubrique que celles réalisées par les chercheurs en stratégie tels que Lubatkin (1984, 1987), Singh et Montgomery (1984, 1987), Chatterjee (1986), Shelton (1988) et Seth (1990). L'ensemble de ces travaux visent à répondre à la même question de recherche : existe-t-il des différences de performance entre les différents types de fusion ? Ou encore, existe-t-il un lien entre la création de valeur induit par la fusion et le type de synergie (caractérisé par la nature et le degré de la proximité entre les deux entreprises fusionnantes, soit les deux concepts de *"relatedness"* et de *"strategic fit")* ?

La notion de "relatedness" : une notion ambigüe

Prédominance de la dimension externe de la notion de "relatedness" dans les premières recherches. En dépit des efforts réalisés par les chercheurs en stratégie pour opérationnaliser la notion de "*relatedness*" dans le cadre des travaux sur la diversification, les études réalisées dans la première moitié des années quatre-vingt visant à examiner le lien entre la performance et le degré de "*relatedness*" entre les firmes fusionnantes ne se sont pas inspirées des recherches de Rumelt (1974), ni de celles de Salter et Weinhold (1979). En effet, ces premières études appréhendent la notion de "*relatedness*" sur la base de critères externes tels que les nomenclatures sectorielles (de type SIC, *Standard Industrial Classification*) ou de la typologie proposée par la *FTC* (*Federal Trade Commission*) classant les acquisitions en quatre classes sur la base de la nature de leurs activités : horizontales, verticales, diversification liée et diversification conglomérale. La notion de "*relatedness*" est ainsi appréhendée d'un point de vue externe en

fonction de la nature des produits offerts par les entreprises sur le marché (ces recherches intègrent également le champ géographique couvert par l'entreprise), et ne permet de couvrir que partiellement la définition de cette notion donnée par Rumelt (1974), et approfondie par Salter et Weinhold (1979), qui en soulignent la dimension interne fondée sur la nature des ressources de l'entreprise.

La prise en compte de la dimension interne de la notion de "relatedness". Singh et Montgomery (1987) seront les premiers à réhabiliter l'héritage des travaux sur la diversification entrepris dans les années soixante-dix par les chercheurs en stratégie et à prendre en considération la dimension interne de la notion de "*relatedness*". Les travaux de Shelton constitueront une étape importante dans ce courant de recherche dans la mesure où elle est la première à opérationaliser la notion de "*relatedness*" sur la base de la combinaison des ressources internes des entreprises fusionnantes, comme l'explique Brush (1991) :

> *"In the previous literature, one cannot say exactly which combination of relatedness are useful for competitive performance in particular industries. Shelton's research represents a novel approach because it focuses in more detail than previous studies on how the assets of the target fit with the assets of the bidder. Shelton's contribution is to break down firm relatedness to business level fits of different types and than she aggregates these fits back to the firm level using asset weighted averages."*
> In Brush. T. 1991. *Sources of operational synergy and competitive performance.* Unpublished doctoral dissertation. University of Michigan.

Nous présenterons ainsi, dans un premier temps, les travaux qui adoptent une approche externe de la définition de la notion de "*relatedness*", et dans un second, les recherches qui

enrichissent cette notion en y intégrant sa dimension interne. Il sera intéressant de vérifier, lors de la synthèse des résultats de ces deux types de recherches, si les résultats sont sensibles au mode d'opérationnalisation de la notion de "*relatedness*" retenu.

Types de fusions et création de valeur : Présentation du courant de recherche principal des années quatre-vingt

Les premières études visant à évaluer la performance des fusions en fonction du degré de proximité ("*relatedness*") des entreprises fusionnantes ont été initiées par des chercheurs en finance : Elgers et Clark (1970), Wansley et *al.* (1983), et Choi et Philippatos (1983).

Elgers et Clark (1980) analysent l'évolution des rendements des titres boursiers de 337 firmes acquéreuses et de 66 entreprises cibles ayant été impliquées dans des opérations de fusions aux Etats-Unis au cours de la période 1957-1975. La date de référence retenue correspond au jour de réalisation de la fusion. Sur la base des données de la *FTC*, les opérations étudiées sont affectées à l'une des trois catégories suivantes : 1) non-congloméral (fusions horizontales et verticales); 2) diversification liée (extension de produits ou de marchés); ou 3) congloméral (diversification non reliée). L'étude montre que les fusions de diversification liée ou conglomérale affichent des performances supérieures aux fusions horizontales et verticales. Reprenant la même typologie, Wansley et *al.* étudient les rendements boursiers de 203 entreprises cibles ayant fait l'objet d'une tentative de prise de contrôle aux Etats-Unis au cours de la période 1970-1978. Leurs résultats ne corroborent que partiellemement ceux obtenus par Elgers et Clark. En effet, seules les entreprises cibles impliquées dans des fusions conglomérales obtiennent des résultats

légèrement supérieurs aux autres types de fusions. En revanche, les différences constatées entre les autres types de fusions (horizontales et verticales versus diversification liée) ne sont pas significatives.

Dans ces deux études, l'observation d'une synergie globale positive dans les fusions conglomérales conforterait plutôt l'existence de synergies financières qui n'ont toutefois pas fait l'objet d'analyses approfondies. C'est à cette notion vague de synergie financière, relativement encore peu explorée sur le plan empirique, que vont s'intéresser Choi et Philippatos (1983), comme en témoignent les propos suivants :

> *"Very little effort has been directed towards examining the benefits of a merger, i.e., the merger synergism. Synergism can be described intuitively as the increase in the value of the combined firms that would not otherwise exist without the merger... In line with economic theory, nonconglomerate mergers should be more beneficial and yield greater synergism than conglomerate mergers due to the implied operational economies. Elgers et Clark (1980) find, however, superior wealth effects in conglomerate mergers compared to nonconglomerate mergers. The implication is that there exist some unique benefits in conglomerate mergers that have not yet been identified precisely... In this study, the focus is on one of the components of merger synergism - financial synergism- Financial synergism can be described intuitively as the increase in the value of the combined firms created by financial transactions that are attributable to the merger and cannot be replicated by any transaction of investors in the capital market.*
> In Choi. D & G. Philippatos. 1983. An examination of merger synergism. *The Journal of Financial Research.* Vol 6, 3. p 239.

Dans leur recherche, Choi et Phlippatos classent les opérations de fusions en deux catégories principales : non-conglomérale (pour les fusions horizontales et verticales) et

conglomérale (fusions de diversification). Afin de tester l'existence de synergies financières, ils sub-divisent cette dernière catégorie en deux sous-catégories : la première regroupant les fusions conglomérales associées à un potentiel d'augmentation de l'effet de levier (en raison de l'augmentation de la capacité d'endettement du groupe nouvellement constitué), et la seconde destinée aux fusions conglomérales ne permettant pas d'envisager une telle augmentation à l'issue du regroupement et dont la capacité d'endettement est stable ou en baisse. Ainsi, Choi et Philipattos prédisent une augmentation de la valeur créée au sein des fusions reliées ou des fusions conglomérales pouvant bénéficier d'un effet de levier financier supplémentaire. En revanche, ils n'anticipent pas de création de valeur pour les fusions conglomérales ne pouvant bénéficier d'un tel effet.

Choi et Philippatos étudient 81 fusions américaines s'étant déroulées au cours de la période 1950-1973. L'évolution des cours boursiers est calculée selon une périodicité mensuelle autour de la date de référence (mois de la réalisation de la fusion) sur une période couvrant les trois années précédant la fusion et les trois années lui faisant suite. Les résultats affichent un gain positif moyen de + 12.4 % pour l'ensemble de l'échantillon (dont la moitié est réalisée au cours de l'année précédant la fusion). En revanche, si l'on décompose les résultats par sous-échantillon, on constate que les entreprises impliquées dans des fusions non conglomérales ou dans des fusions conglomérales pour lesquelles une augmentation de l'effet de levier est anticipée voient leur valeur augmenter au cours de la période précédant la réalisation de la fusion. Ces gains sont maintenus au cours de la période post-fusion. En revanche, les fusions conglomérales pour lesquelles une baisse ou une stabilité de l'effet de levier financier est anticipée n'enregistrent pas

de gains lors de la période précédant et suivant la fusion.

Ces résultats confirment que les fusions reliées et conglomérales (sous condition d'un potentiel d'augmentation de l'effet de levier), peuvent créer de la valeur, validant ainsi l'existence de synergies opérationnelles et financières.

> *"This sub-sample comparison of the cumulative abnormal returns from merger portfolios seems to indicate that merger synergism is evident in nonconglomerate mergers and conglomerate mergers with subsequent increase in debt, but the synergism is not apparent in conglomerate mergers without the increase in debt."*.
> Choi. D & G. Philippatos. 1983. An examination of merger synergism. *The Journal of Financial Research.* Vol 6, 3. p 239.

Ces résultats valident l'existence de synergies financières à l'origine des fusions conglomérales et contredisent les hypothèses d'efficience des marchés financiers (Miller, 1977), tout en ne réfutant pas l'existence de synergies économiques dans les autres types de fusions. Si l'objectif de Choi et Philippatos se limite à valider l'existence de synergies financières dans les fusions conglomérales, les chercheurs en stratégie chercheront, sur la base de leur filiation théorique et des résultats empiriques des recherches sur la diversification, à valider l'hypothèse selon laquelle la création de valeur est fonction du degré de "*relatedness*" entre les entreprises fusionnantes. Dans cette perspective, ils ont pour ambition de montrer que les fusions reliées, motivées par la recherche de synergies stratégiques, sont plus créatrices de valeur que les fusions conglomérales, motivées par la recherche de synergies financières.

Lubatkin (1984) est l'un des premiers chercheurs en stratégie à s'être intéressé au lien qui existe entre le type de fusion (ou plus exactement le degré de "*relatedness*" qui existe entre les activités des deux firmes) et les gains pour l'actionnaire générés par la fusion. Il procède à une étude empirique construite sur le même format ("*research design*") que celles réalisées en finance à partir des cours boursiers ("*event study*"). Son échantillon est constitué de 1031 fusions américaines initiées au cours de la période 1948-1975 au sein desquelles il parvient à étudier l'évolution des rendements boursiers de 439 firmes acquéreuses et 340 firmes acquises. Les fusions étudiées sont classées en fonction des données de la *FTC* et sont affectées à l'une des quatre classes suivantes : 1) diversification liée correspondant à une extension de la ligne de produits ("*product concentric merger*"); 2) fusions horizontales et de diversification géographique ("*market concentric merger*"); 3) fusions conglomérales; et, 4) fusions verticales. En évaluant respectivement les synergies anticipées pour chaque type de fusions (en termes d'économies d'échelle, de pouvoir de marché et de synergies financières), Lubatkin prédit que les deux premières catégories sont plus à mêmes de créer de la valeur pour l'actionnaire que ne le sont les deux dernières catégories. Les hypothèses sont testées en retenant comme date de référence le mois de la réalisation de la transaction.

Une augmentation moyenne de la performance est observée sur l'ensemble de l'échantillon mais les différences observées entre les classes ne permettent pas de valider les hypothèses énoncées précédemment. En effet, on constate une forte appréciation de la valeur des entreprises impliquées dans les fusions verticales tandis que le marché boursier ne se montre pas plus favorable aux fusions liées et horizontales qu'aux fusions conglomérales. Cette remise en cause du lien entre le degré de "*relatedness*" et les performances de la fusion amène Lubatkin à s'interroger sur la notion même de

"*relatedness*" et la façon dont elle est appréhendée par les investisseurs. En effet, Lubatkin souligne qu'il peut s'avèrer difficile pour les investisseurs d'anticiper les gains induits par une fusion sur la base de cette notion ambigüe de "*relatedness*" dont les effets bénéfiques ne se concrètisent qu'à l'issue d'une mise en oeuvre d'un processus complexe de consolidation dont la réussite est sujette à de nombreux aléas. Par ailleurs, deux limites méthodologiques de ce travail méritent d'être soulignées. La première, soulignée par Chatterjee (1986), est liée à la date d'annonce retenue (mois de la transaction) alors que les recherches plus sophistiquées sur le plan méthodologique retiennent comme date de référence le jour de la première annonce publique afin de mieux isoler l'effet de la fusion sur la performance des effets provenant de facteurs extérieurs à la fusion. La seconde limite, mentionnée par l'auteur lui-même, est liée à la façon dont la notion de "*relatedness*" est opérationnalisée dans cette recherche ainsi que dans les travaux antérieurs. En effet, la notion de "*relatedness*" est approchée d'un point de vue externe sur la base des produits de l'entreprise (utilisant les données *FTC* ou *SIC*) et sa dimension interne, fondée sur la nature des ressources et des compétences de l'entreprise, n'est pas prise en compte. A cet égard, ces recherches s'écartent de l'esprit des travaux réalisés sur la diversification par les chercheurs en stratégie dans les années soixante-dix, comme le traduisent les propos de Lubatkin (1987) :

> *"SIC and FTC classification scheme are essentially product-count measures and therefore cannot be expected to be abble to identify the more complex nature of relatedness that is of primary interest in diversification research".*
> In Lubatkin. M. 1987. Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*. Vol 81.p 41.

Les recherches entreprises par Singh et Montgomery (1987) ainsi que par Shelton (1988) que

nous allons présentées ultérieurement auront pour souci de réintégrer la dimension interne de la notion de "*relatedness*". Avant de présenter ces travaux cependant, il est intéressant de souligner l'apport de Chatterjee à ce courant de recherche. Ce dernier souligne en effet que la limite principale des recherches précédentes réside dans l'interprétation des résultats qui consiste à associer un type de synergie à un type de fusions (synergies collusives dans le cas des fusions horizontales, synergies opérationnelles dans celui des fusions verticales et de diversification liée, et enfin synergies financières dans celui des fusions conglomérales). Chatterjee remet en cause la pertinence de ces règles de correspondance en soulignant que plusieurs types de synergies peuvent co-exister au sein d'un même type de fusion. Il estime par conséquent qu'il serait plus pertinent de dresser une typologie des synergies et d'en évaluer leur contribution respective à la création de valeur plutôt que de se limiter à comparer les performances des différents types de fusion, et à en inférer des implications erronées sur le lien entre la performance et un type de synergie. Les propos de Chatterjee rendent clairement compte de ce dérapage observé au niveau de l'interprétation des résultats :

> *"Ideally, to study the three types of synergy, we would like to be abble to draw the following links :*
> *Horizontal mergers = Collusive synergies*
> *Related or vertical mergers = Operational synergies*
> *Unrelated or conglomerate mergers = Financial synergies.*
> *These equivalencies imply that there is no difference between the type of mergers and the type of synergy. Unfortunately, mergers in general are unlikely to fit into such a classification. For example, a horizontal merger may lead to reduced costs (i.e. operational synergies), apart from any collusive gains. By the same logic, financial synergies may also be present in horizontal mergers (see Table 1). Hence the types of synergies cannot be classified based on types of mergers."*
> Chatterjee. S. 1986. Types of synergy and economic value : The impact of acquisitions on

merging and rivals firms. *Strategic Management Journal*. Vol 7. p 123.

Cette critique amène Chatterjee à élaborer une typologie de synergies reposant sur trois catégories (synergies collusives, opérationnelles et financières) et à évaluer leur probabilité d'être exploitées au sein des différents types de fusions. Ces résultats sont synthétisés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 10

Association des types de synergies aux types de fusions

Type of synergie	Type de fusion		
	Reliée		Congloméral
	Horizontal	Non-horizontal	
Collusif	Probable	Peu probable	Peu probable
Operationnel	Probable	Probable	Peu probable
Financier	Probable	Probable	Probable

Traduit de Chatterjee. S. 1986. Types of synergy and economic value : The impact of acquisitions on merging and rivals firms. *Strategic Management Journal*. Vol 7. p 123.

En raison de la difficulté empirique à départager les effets relatifs aux synergies opérationnelles de ceux liés aux synergies collusives, l'étude de Chatterjee se limite à tester la contribution respective des synergies financières et des synergies opérationnelles à la création de valeur. Afin de limiter les effets liés aux synergies collusives, il élimine de son échantillon les cas de fusions horizontales pour lesquelles la probabilité d'observer de telles synergies est la plus élevée.

Ainsi, Chatterjee étudie un échantillon constitutif de 16 firmes acquéreuses et 17 firmes cibles impliquées dans des fusions liées (non horizontales) pour lesquelles sont anticipées des synergies opérationnelles et financières, et de 9 firmes acquéreuses et 13 firmes cibles impliquées dans des fusions conglomérales pour lesquelles seules des synergies financières sont attendues. La date de référence retenue est le jour de la première annonce publique de la fusion.

Les résultats sont décevants d'un point de vue stratégique puisqu'ils montrent que les fusions conglomérales affichent des performances nettement supérieures à celles des fusions liées, en particulier pour les actionnaires de la cible. En effet, les cibles impliquées dans une fusion conglomérale affiche un gain moyen de + 17.48 % sur la période des 5 jours couvrant la période d'annonce contre + 12.32 % pour celles impliquées dans des fusions liées, suggérant l'existence de synergies financières et leur prééminence sur les synergies opérationnelles. En supposant que les synergies opérationnelles fassent l'objet d'une valorisation ultérieure par le marché boursier lors de l'annonce des mesures de leur réalisation et que, par conséquent, le marché valorise moins à court terme de telles synergies par rapport à des synergies financières, on peut se demander pourquoi le marché ne valorise pas autant ces deux types de fusions sur la base de l'existence de leurs synergies financières. En fait, une différence liée à la taille relative des entreprises cibles et acquéreuses entre les deux catégories de fusions est à prendre en considération dans l'interprétation des résultats. Chatterjee fait remarquer qu'en raison de la difficulté pour les entreprises de petite taille d'accèder aux ressources financières via le marché financier, plus le rapport de taille entre l'acquéreur et la cible est asymétrique, plus le potentiel pour l'entreprise cible de bénéficier des ressources financières de l'acquéreur et ainsi d'économiser sur le coût du capital est élevé. Or, il s'avère que dans l'échantillon

de firmes étudiées par Chatterjee, la taille de l'acquéreur est 14.29 fois plus importante que celle de la cible dans le cas des fusions conglomérales contre un rapport de 8.6 dans les cas des fusions liées. Chatterjee note ainsi que la taille se révèle un facteur discriminant de la création de valeur provenant des synergies financières.

L'apport essentiel de la recherche de Chatterjee consiste à nous faire prendre conscience des limites associées aux recherches antérieures basées sur des règles contestables d'équivalence entre un type de fusion et un type de synergie. Chatterjee recommande ainsi de changer notre perspective et d'étudier le lien entre la création de valeur et le type de synergies. Cependant, sur le plan méthodologique, Chatterjee ne parvient que partiellement à opérationnaliser ce changement de perspective dans la mesure où il reprend la typologie établie par la *FTC* pour classer les opérations de fusions, et éliminent les fusions horizontales au sein desquelles peuvent co-exister les trois types de synergies qu'il a identifiés (collusif, opérationnel et financier). Si les résultats obtenus permettent de valider l'existence de synergies financières à la fois dans les fusions conglomérales et reliées et soulignent le rôle de la taille dans la détermination des gains anticipés, il serait hasardeux d'en tirer des conclusions sur la prééminence d'un type de synergie sur l'autre. En effet, Lubatkin montre qu'en réintégrant les fusions horizontales dans l'analyse, les résulats sont inversés puisque ces dernières affichent des performances significativement supérieures à celles des deux autres catégories de fusions. Les résultats obtenus ne sont donc pas stables et ne permettent pas de tester la contribution relative des différents types de synergie à la performance. Par ailleurs, ce travail comporte la même limite méthodologique concernant le mode d'opérationnalisation de la notion de "*relatedness*" approchée d'un point de vue uniquement externe.

Les recherches de Singh, Montgomery, et Shelton : vers une opérationnalisation plus riche de la notion de "relatedness"

Les travaux entrepris par Singh et Montgomery (1987) constituent la première tentative de prise en compte de la dimension interne de la notion de "*relatedness*". En effet, soucieux de rester fidèles à la notion de "*relatedness*" telle qu'elle avait été définie par Rumelt (1974), Singh et Montgomery évaluent la nature "liée" d'une fusion si les deux entreprises impliquées dans la fusion présente une similarité au niveau de leurs produits, leurs réseaux de distribution, leurs technologies de production, ou leurs compétences de recherche. Ils se limitent à former deux catégories (reliée versus conglomérale) et composent leur échantillon à partir des fusions constitutives de l'échantillon de la recherche entreprise par Salter et Weinhold (1979). Ils analysent ainsi l'évolution des rendements boursiers autour du jour d'annonce de 105 opérations de regroupement ayant eu lieu aux Etats-Unis de 1975 à 1979. Les résultats sont similaires à ceux des études antérieures en ce qui concerne les gains des entreprises acquéreuses puisqu'on n'observe pas de différences significatives entre les deux types de fusion (en raison de l'impact limité de la fusion sur la valeur des acquéreurs quel que soit le type de fusion). En revanche, contrairement à la tendance observée dans les études antérieures, les entreprises cibles impliquées dans des fusions liées affichent des performances nettement supérieures à celles impliquées dans des fusions conglomérales.

La recherche de Singh et Montgomery (1987) constitue une rupture dans ce courant de recherche dans la mesure où elle intègre les apports méthodologiques des recherches en finance

("*event study*") et réhabilite l'esprit des travaux réalisés sur la diversification par les chercheurs en stratégie au cours des années soixante-dix. Shelton (1988) poursuivra dans cette voie en examinant le lien qui existe entre la nature des ressources combinées entre les entreprises fusionnantes et leur performance. Dans ce dessein, elle reprendra les notions développées par Salter et Weinhold - présentées dans la section précédente - qui lui permettent d'appréhender de façon plus approfondie la dimension interne de la notion de "*relatedness*".

De prime abord, on pourrait penser que le travail de Shelton est assez banal au regard de son objectif de recherche et de son hypothèse centrale qui consiste à prédire que la création de valeur à l'issue d'une fusion est une fonction positive du degré de "*relatedness*" entre les activités des entreprises fusionnantes. Cependant, le travail de Shelton est d'un grand intérêt par sa recherche d'une méthodologie conceptuellement originale (Brush, 1991) et a le mérite de la clarté sur un problème aussi complexe que celui de la notion de "*relatedness*". La méthodologie proposée par Shelton est bâtie autour de deux étapes principales. Dans un premier temps, Shelton reprend la définition de la notion de "*relatedness*" donnée par Rumelt définie comme une combinatoire de facteurs : type de clientèle, nature des produits, type de technologies, et type de fonction remplie par le produit. Shelton considère que des activités sont reliées si elles offrent des similarités sur au moins trois de ces quatre paramètres. Shelton va projeter sur cette première "grille" ou "tamis" non pas les entreprises dans leur ensemble mais les activités de ces entreprises. L'annexe de l'article est claire à ce sujet et son caractère pédagogique est une invitation à l'utilisation de cette méthodologie. Son premier aspect positif est de décomposer l'entreprise en segments stratégiques homogènes, rendant ainsi compte de la nature composite des regroupements d'entreprises. Dans un second temps, les

résultats obtenus lors de la première étape pour chaque opération de fusion et à un niveau désormais consolidé sont projeté sur une seconde grille, que Shelton reprend à Salter et Weinhold (1979). Cette grille définit la notion de "*relatedness*" en fonction de la nature des actifs combinés et propose les quatre classes suivantes : actifs similaires (produits et clients identiques), actifs supplémentaires (produits similaires, clients différents), actifs complémentaires (produits différents, clients similaires), et actifs non reliés (produits et clients différents). Shelton prédit une contribution respective de ces catégories à la création de valeur selon un ordre décroissant.

La seconde partie de l'article de Shelton est plus classique. A partir d'un échantillon composé de 218 acquisitions américaines s'étant déroulées de 1962 à 1983 (dont une partie correspond à l'échantillon de Rumelt), Shelton analyse l'évolution des cours boursiers à la première annonce publique de la fusion. Les résultats sont conformes à l'hypothèse de recherche puisque c'est la combinaison d'actifs identiques qui contribue le plus à la création de valeur, suivie de la combinaison d'actifs supplémentaires et enfin de la combinaison d'actifs complémentaires. Enfin, les combinaisons d'actifs non reliés se traduisent par une détérioration de la valeur. Bien qu'ils ne valident pas les résultats obtenus dans les recherches antérieures (à l'exception de ceux de Singh et Montgomery), ces résultats sont cohérents avec l'approche stratégique et montrent le rôle joué par la combinaison des actifs des entreprises fusionnantes dans la détermination des gains générés par l'acquisition. Par ailleurs, au delà du résultat chiffré et des limites inhérentes aux méthodologies reposant sur les données boursières communes à toutes ces études - et sur lesquelles nous reviendrons - , la recherche de Shelton permet de faire avancer l'analyse de la notion de "*relatedness*" puisqu'on ne compare plus des entreprises appréhendées dans leur globalité sur des critères externes de classification sectorielle

mais des construits cherchant à rendre compte d'une réalité industrielle complexe et multi-dimensionnelle.

Enfin, les travaux les plus récents de cette tradition de recherche réalisés par Seth méritent une place particulière dans la mesure où cette dernière s'efforce de synthétiser les résultats des travaux antérieurs en les rééxaminant sur le plan conceptuel et méthodologique. Par ailleurs, elle propose en conclusion de son travail empirique des voies de recherches intéressantes pour la recherche en stratégie sur les fusions où le courant de recherche présenté dans ce chapitre semble désormais avoir atteint son seuil de saturation.

2.2.3. Synthèse des résultats des recherches : les apports de Seth (1990)

Le premier apport du travail de Seth consiste à souligner la nature contradictoire des résultats obtenus dans les recherches que nous venons de présenter et dont les résultats sont synthétisés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 11

Synthèse des études empiriques sur le lien entre création de valeur et "*relatedness*"

Auteur(s) de l'étude	Typologie utilisée	Question de recherche	Méthodologie-Echantillon	Date de référence	Résultats
Elgers et Clark (1980)	*FTC* (a) Non conglomérale (horizontale et verticale) (b) Diversification liée ("*product ant market extension*") (c) Conglomérale	Quelle est l'évolution du rendement et du risque des actions pour chaque type de fusion ?	Analyse des cours boursiers de 337 firmes acquéreuses et de 66 cibles (1957-1975)	Jour de réalisation de la fusion	Les fusions de diversification liée et conglomérale (b, c) obtiennent des performances supérieures aux fusions horizontales et verticales (a).
Wansley et *al.* (1983)	*FTC* (a) Non conglomerale (horizontale et verticale) (b) Diversification liée ("*product ant market extension*) (c) Conglomérale	Quelles sont les performances des entreprises acquises par type d'acquisition ?	Analyse des cours boursiers de 203 cibles (1970-1978)	Jour de l'annonce de la fusion	Les cibles impliquées dans des fusions conglomérales (c) obtiennent des performances légèrement supérieures à celles impliquées dans d'autres types de fusions (a, b).
Choi et Plilippatos (1983)	*FTC* (a) Conglomerale (diversification) (b) Non conglomérale (horizontale et verticale)	Les fusions créent-elles de la valeur ? Dans quelle mesure les synergies financières contribuent-elles à la création de valeur ?	Etude de 81 fusions (1950-73) Constitution d'un sous-échantillon de firmes diversifiées : - ayant augmenté leur endettement - ayant baissé leur endettement	Mois de réalisation de la fusion	Les fusions horizontales et verticales (b) créent de la valeur. Les fusions de diversification (a) créent de la valeur si elles sont suivies d'une hausse de l'endettement, confortant l'existence de synergies financières.
Lubatkin (1984, 1987)	*FTC* (a) Diversification liée ("*product concentric*") (b) Horizontal et diversification liée ("*market concentric*") (c) Verticale (d) Conglomérale	Peut-on classer les fusions en fonction de leurs performances selon l'ordre décroissant suivant : a> b> c> d ?	Analyse des cours boursiers de 439 firmes acquéreuses et 340 cibles (1948-1975)	Mois de la transaction	Les fusions liées (a, b) ne créent pas plus de valeur que les fusions non liées (d). Les fusions verticales (c) affichent des performances particulièrement élevées.
Chatterjee (1984, 1986)	*FTC* (a) Relié, non horizontal (b) Non relié	Les fusions reliées sont-elles plus performantes que celles non reliées ?	Etude de 157 fusions (1969-1972)	Jour de l'annonce de la fusion	Les fusions non reliées (b) obtiennent des performances supérieures aux fusions reliées.
Singh et Montgomery (1987)	*FTC* (a) Diversification liée ("*product or market extension*") (b) Horizontale (c) Non relié	Les fusions reliées créent-elles plus de valeur que les fusions non reliées ?	Analyse des cours boursiers de 105 fusions (1975-1979)	Jour de l'annonce de la fusion	Les fusions reliées (a, b) obtiennent des performances supérieures aux fusions non reliées (c).
Shelton (1988)	Typologie de Salter et Weinhold (a) non reliée (b) "*Related supplementary*" (produits similaires, nouveaux clients) (c) " *Related complementary*" (nouveaux produits, clients similaires) (d) Actifs identiques (produits et clients similaires)	La nature du "*strategic fit*" (ou nature des actifs combinés entre l'acquéreur et la cible permet-elle d'expliquer la variance de la valeur créée à l'issue de la fusion ?	Analys.e des cours boursiers de 118 fusions (1962-1983) Régression	Jour de l'annonce de la fusion	Les fusions les plus créatrices de valeur sont, par ordre décroissant, celles qui combinent des actifs identiques (d), liés et complémentaires (c), liées et supplémentaires. Les fusions conglomérales affichent une perte de valeur.

In Seth. A. 1990. Value creation in acquisition : A reexamination of performance issues. *Strategic Management Journal.* 11 p 113.

Ces recherches n'aboutissent pas à des résultats concluants puisque Shelton (1988), Singh et Montgomery (1987) montrent que les acquisitions reliées obtiennent des performances supérieures aux acquisitions non liées, tandis que Chatterjee (1986), Elpers et Clark (1980) démontrent l'effet inverse. Choi et Philippatos (1983), Wansley et *al.* (1983), Lubatkin (1987) ne parviennent pas à dégager des différences significatives entre les types d'acquisition. On notera, toutefois, que les travaux qui enrichissent la mesure de la notion de "*relatedness*" par une approche fondée sur les ressources internes de l'entreprise - Singh et Montgomery, et Shelton - affichent des résultats convergents.

Seth tente d'expliquer les raisons de la divergence de ces résultats en réexaminant les arguments théoriques et les méthodologies sur lesquels sont fondées ces recherches. Contrairement aux hypothèses avancées par les chercheurs en stratégie (Salter et Weinhold, 1979; Lubatkin, 1987; Singh et Montgomery, 1987; Shelton, 1988), l'examen critique des arguments théoriques amène Seth à conclure que la théorie ne nous permet pas de prédire que les acquisitions liées auront des performances supérieures aux acquisitions non liées. En effet, si les théories de l'efficience et du pouvoir de marché nous enseignent que certains bénéfices tels que les économies d'échelle ou les gains collusifs ne sont réalisables que dans certains types de fusion, elles n'excluent toutefois pas l'existence de gains dans des acquisitions non liées (dus aux effets de co-assurance ou à l'exploitation de synergies financières). En fait, Seth souligne que la théorie nous permet simplement d'avancer qu'à différents types de fusions sont associés différents types de synergies et différentes sources de création de valeur, mais elle ne nous permet pas d'en inférrer des implications sur la performance. Cette réflexion remet donc en cause la pertinence des questions de recherches traitées dans le cadre de ces

recherches. En effet, est-il pertinent de comparer les performances des différents types de fusion ? Est-il pertinent de chercher à comparer la supériorité des synergies opérationnelles sur les synergies financières ? Quel est l'intérêt de comparer des catégories de fusions auxquelles sont associés différents types de gains dont on ne parvient pas à départager les effets respectifs sur la performance en raison de la méthodologie utilisée ?

D'un point de vue méthodologique, Seth procède à un examen critique des méthodologies employées autour de trois points essentiels :

1. *L'unité d'analyse* : les études présentées ci-dessus analysent la création de valeur pour la cible et l'acquéreur de façon séparée alors que l'opérationnalisation du concept de synergie nécessiterait que la performance soit appréhendée à un niveau consolidé.

2. *Le système de classification* : les résultats sont très sensibles au système de classification utilisé. Par conséquent, la qualité des résultats dépend de la validité des catégories utilisées pour rendre compte des différentes stratégies d'acquisition. Or, comme nous l'avons vu, la majeure partie des études ont recours au système de classification de la *FTC*, qui repose sur une approche externe de la notion de "*relatedness*" et ne permet donc pas de rendre compte de la nature composite d'un bon nombre de fusions. De plus, nous avons vu que les résultats étaient sensibles aux regroupements de catégories que le chercheur pouvait opérer au sein de ce système de classification. Par ailleurs, pour les études intégrant la dimension interne de la notion de "*relatedness*", l'identification du lien entre les activités des entreprises fusionnantes est une tâche complexe à effectuer dans la mesure où les entreprises sont généralement diversifiées à des degrés divers dans différentes activités. Ce

système de classification est également sensible à la subjectivité du chercheur. Par exemple, une même opération pourra être affectée en fonction du degré de finesse de la segmentation retenue par le chercheur, à la catégorie des opérations horizontales ou à celle relative à la diversification liée. Par ailleurs, la méconnaissance d'un secteur d'activité peut conduire le chercheur à surestimer les synergies potentielles entre deux entreprises.

3. *La composition de l'échantillon* : certains critères d'échantillonnage tels que la taille peuvent biaiser les résultats. En effet, nous avons vu que la taille relative de la cible et l'acquéreur représentait un facteur discriminant dans la détermination des gains issus des synergies financières ou de synergies opérationnelles. Il a été souligné dans les études antérieures que les échantillons constitués de cibles dont la taille était relativement importante par rapport à celle de leur acquéreur obtenaient des résultats plus favorables dans le cas d'acquisitions liées en raison du potentiel plus important de mise en oeuvre de synergies opérationnelles. A l'inverse, les échantillons composés de cibles dont la taille relative par rapport à l'acquéreur est petite favorisent les acquisitions non liées, en raison du potentiel de synergies financières.

Le travail empirique de Seth comporte deux étapes : 1) la première, relativement classique, consiste à comparer la création de valeur au sein d'acquisitions reliées et non reliées - Seth a toutefois le mérite d'élaborer une méthodologie originale lui permettant de prendre en considération les limites exposées ci-dessus. 2) La seconde étape, plus originale, a pour objet d'examiner les sources de création de valeur au sein de ces deux types de fusions au travers des changements intervenus (ou attendus) dans la politique opérationnelle et financière des entreprises fusionnantes. A cet égard, la

rercherche de Seth nous semble d'un grand intérêt pour comprendre le positionnement de notre recherche.

1) Evaluation de la création de valeur. Dans un premier temps, Seth analyse la création de valeur de 104 prises de contrôle ayant eu lieu aux Etats-Unis de 1962 à 1979 dans les secteurs primaires et manufacturiers. Dans la logique de sa réflexion théorique, elle ne cherche pas à formuler une hypothèse qui stipulerait la supériorité d'un type de fusion sur l'autre. Par ailleurs, afin d'intégrer les enseignements qu'elle a tirés de sa critique méthodologique, Seth construit un modèle de marché lui permettant d'évaluer la création de valeur à un niveau consolidé (sur une période couvrant les 20 jours précédant la fusion et les 5 jours lui faisant suite), utilise deux systèmes de classification - celui de la *FTC*, et celui de Porter (1986) qui comporte les trois catégories suivantes : biens de production, bien de consommation, et biens durables - et enfin, effectue des tests de la sensibilité des résultats à la composition de l'échantillon.

Les résultats mettent en évidence une création de valeur moyenne de + 11 %, soutenant les théories de maximisation de la valeur (efficience, pouvoir de marché, et synergies financières), par opposition aux thèses liées à la maximisation de l'utilité des dirigeants (Marris, 1964, Baumol, 1967). Seth met également en évidence la sensibilité des résultats aux systèmes de classification. En effet, les acquisitions reliées obtiennent des performances supérieures à celles des autres catégories dans le cadre du système de classification de la *FTC*, alors que ces différences ne sont plus significatives si l'on utilise la typologie de Porter. Les résultats sont également sensibles à la façon dont le système de classification est utilisé. On constate, en utilisant la classification de la *FTC*, que les différences

observées entre les acquisitions non liées et celles liées ne sont plus significatives si l'on intègre les fusions verticales dans la catégorie relative aux fusions liées (traduisant la faiblesse des gains anticipés dans le cas des fusions verticales). Quant à l'effet de taille, Seth constate que les performances augmentent au sein de toutes les catégories si l'on élimine de l'échantillon les fusions impliquant des cibles dont la valeur de marché représente moins de 10% de celle de l'acquéreur. Cependant, cette augmentation constatée est plus forte dans le cas des acquisitions liées, confortant l'idée que la taille joue un rôle déterminant dans l'exploitation des synergies financières.

2) Identification des sources de création de valeur. La seconde partie du travail de Seth consiste à explorer la nature des sources de création de valeur au sein des fusions. Plus spécifiquement, Seth cherche à vérifier la prédominance de certaines sources de création de valeur dans certains types de fusions. Dans ce dessein, Seth a pour objectif de répondre à deux questions de recherche : 1) La création de valeur au sein d'une fusion est-elle fonction de l'exploitation de synergies sur le plan opérationnel et financier ou du simple effet de la combinaison des activités fusionnantes (c'est à dire d'un simple effet de diversification du risque lié à la juxtaposition des deux entreprises au sein d'une même entité) ? 2) Peut-on associer à un type de fusion un type de synergie (en l'occurence les synergies financières aux fusions conglomérales et les fusions opérationnelles aux fusions reliées) ?

Pour tester empiriquement le premier sujet, Seth stipule que l'exploitation des synergies opérationnelles ou financières nécessite la mise en place de changements au niveau de la politique opérationnelle de l'entreprise ou de sa politique d'endettement, changements qui devraient s'observer

par la hausse du cash flow prévisionnel mais également du risque. En revanche, les gains issus d'une simple juxtaposition des activités ne nécessitent pas la mise en place de telles mesures et devraient se traduirent par une stabilité des cash-flows prévionnels et une réduction du risque. Les implications empiriques des différents mécanismes de création de valeur sont récapitulées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 12

Types d'acquisition, sources de création de valeur et impact sur la performance

Type d'acquisition	Source de la création de valeur (*)	Implications sur la performance
Reliée	Nouvelles décisions opérationnelles	- Augmentation du cash flow prévisionnel - Augmentation du risque (*"required return"*)
Non reliée	Nouvelles décisions financières	- Augmentation du cash flow prévisionnel - Augmentation du risque (*"required return"*)
	Diversification financière (du simple fait de la combinaison des activités)	- Stabilité du cash flow prévisionnel - Baisse du risque (*"required return"*)

Traduit de Seth, A. 1990. Sources of value creation in acquisitions: An empirical investigation. *Strategic Management Journal.* Vol 11, 431-446.

Seth n'exclut pas l'existence de synergies financières dans le cas de fusions reliées, mais elle anticipe que la source dominante de création de valeur dans ce type de fusions sera liée aux synergies opérationnelles. Par ailleurs, on notera que les décisions de type financière ou opérationnelle ont des effets similaires sur la performance en termes de cash flow et de risque.

Afin de tester empiriquement les implications des différents mécanismes de création de valeur

sur la performance, Seth élabore une méthodologie lui permettant de décomposer la création de valeur en deux éléments : un élément rendant compte de l'effet de la fusion sur le cash flow prévisionnel, et le second rendant compte de son impact sur le risque (*Beta*). Les résultats mettent en évidence une création de valeur moyenne de + 9.3 % : 10.5 % pour les fusions reliées contre 8 % pour les fusions non reliées. Toutefois, on soulignera que ces différences ne sont pas significatives sur le plan statistique.

L'analyse des composantes de la performance montre que la valeur est créée grâce aux anticipations faites sur le potentiel d'augmentation du cash prévisionnel - rendant compte d'une création de valeur moyenne de +12.9 % . En revanche, les anticipations portant sur la variation du risque contribuent à une destruction de valeur de - 3.6%. Ces résultats indiquent que la création de valeur est obtenue grâce à l'anticipation d'une mise en oeuvre de synergies plutôt qu'à un simple effet de diversification financière.

Ces résultats valident l'hypothèse selon laquelle les acquisitions reliées et non reliées peuvent toutes deux conduire à une création de valeur si une augmentation du cash flow prévisionnel résultant d'un changement de la politique opérationnelle ou financière est anticipée, ce qui amène Seth à de nouveau nous mettre en garde contre une croyance aveugle en la supériorité systématique des acquisitions liées sur les acquisitions conglomérales :

> "*The results of our empirical tests lead us to caution researchers as well as practitioners from making conclusions about the superiority, on average, of related acquisition strategies as compared with unrelated strategies. It is evident that unrelated acquisition strategies*

create significant synergies : the task is to better understand how these synergies come about. Specifically, the issue is to obtain direct evidence of the importance of different sources of value creation in different acquisition types."
In Seth. A. 1990. Value creation in acquisitions : A reexamination of performance issues. *Strategic Management Journal*. Vol 11. P 113.

Afin d'apporter des éléments de réponse à sa seconde question de recherche qui vise à appréhender la contribution respective des deux types de synergie (financière et opérationnelle) à la création de valeur au sein des fusions reliées et conglomérales, Seth effectue une régression dont la variable dépendante est la performance (estimée par les rendements anormaux) et dont les variables indépendantes sont les synergies opérationnelles et financières anticipées. Les synergies opérationnelles sont opérationnalisées par trois critères : 1) un critère représentant les économies d'échelle et de champ relatives à la production ("*production relatedness*") et mesurées par l'évolution du coût moyen de production au cours des deux années précédant et suivant la fusion; 2) un critère rendant compte de la complémentarité marketing ("*marketing relatedness*") évaluée par le degré de similarité de l'environnement commercial des entreprises fusionnantes sur la base de la typologie de Porter; enfin, 3) un indicateur lié à la taille relative de la cible et de l'acquéreur censé appréhender le potentiel de synergies sur le plan opérationnel des entreprises fusionnantes ("*operating relatedness*"). Il a été souligné, à cet égard, qu'une taille relativement importante de la cible et de l'acquéreur favorise la mise en place de synergies de nature opérationnelle. Enfin, les synergies financières sont opérationnalisées par deux variables rendant compte de l'évolution de la structure d'endettement de la nouvelle entité sur le court et le long terme.

Les résultats obtenus sur la base d'un échantillon de 63 entreprises montrent que la taille

relative est le meilleur prédicteur de la performance des acquisitions reliées. En revanche, ce sont les variables relatives à la structure d'endettement (à court et long terme) qui sont les meilleurs prédicteurs de la performance des fusions conglomérales. Ces résultats valident l'hypothèse de Seth selon laquelle les synergies de type opérationnel sont la source principale de création de valeur au sein des acquisitions reliées tandis que les synergies de type financier contribuent à expliquer la création de valeur au sein des acquisitions non reliées. Remarquons néanmoins que ces résultats n'excluent pas que des synergies financières puissent être exploitées dans des acquisitions reliées et, inversement, que des synergies opérationnelles puissent contribuer à la création de valeur dans des acquisitions conglomérales (ces relations sont d'ailleurs positives mais non significatives). Par ailleurs, on notera que les deux variables censées rendre compte de l'existence de synergies opérationnelles n'ont pas d'effet significatif sur la création de valeur dans les deux catégories de fusions (les relations sont toutefois positives). On peut se demander dans quelle mesure ces résultats peuvent s'expliquer par la façon dont Seth a opérationnalisé ces deux variables (notamment la seconde variable relative à la complémentarité commerciale).

La recherche effectuée par Seth est originale dans la mesure où elle cherche à appréhender les synergies théoriquement espérées des différentes fusions à travers leurs effets sur les décisions de mise en oeuvre. Deux limites méthodologiques sont toutefois à souligner. La première est inhérente à la méthodologie fondée sur les données boursières et n'est pas spécifique au travail de Seth. La technique des rendements boursiers permet de ne mesurer que les anticipations formées par le marché financier sur les synergies attendues du regroupement mais ne nous indique pas si la stratégie poursuivie par l'acquéreur sera couronnée de succès sur le long terme (Porter, 1987, Ravenscraft et

Porter, 1987). Dans le cas de la présente étude, cette méthodologie n'est pas appropriée à l'esprit de la démarche de recherche de Seth qui cherche à inférer, à partir de l'analyse des décisions post-fusion, la nature des synergies mises en oeuvre, pour, dans un second temps, en évaluer l'impact sur la performance. Il serait pertinent dans une telle perspective de prendre en compte la performance à long terme plutôt que de recourir aux mesures fondées sur des anticipations boursières, comme le reconnaît elle-même Seth :

> *"The study indicates that specific changes in operating and financing decisions are associated with value-creation. It would be interesting to link the long-term performance of acquisition of specific changes in these decision...".*
> In Seth. A.1988 *The Sources and Extent of Value Creation in Acquisitions : A Strategic Perspective*. Unpublished doctoral dissertation, University of Michigan, Ann Arbor, 1988.

La seconde limite est liée à la façon dont l'auteur mesure les implications empiriques des synergies opérationnelles et financières. En effet, les changements intervenus sur le plan opérationnel ou financier à l'issue de la fusion sont appréhendés par des variables représentant des conditions *ex-ante* favorisant la mise en oeuvre d'un type de synergie (complémentarité commerciale, par exemple), ou des résultats ex-post permettant de supposer que des mesures visant à mettre en oeuvre les synergies ont été prises (réduction du coût de production, par exemple) qui ne sont que des approximations ("*proxy variables*").

L'ensemble de ces réflexions souligne qu'il existe un intérêt à étudier la réalité des actions prises par les dirigeants lors du processus de consolidation post-fusion et destinées, d'une part, à mettre en oeuvre les synergies espérées et, d'autre part, à en mesurer l'impact sur les performances

de long terme. Cette voie de recherche nous semble prometteuse à ce stade de développement de ce courant de recherche et permettrait d'affiner notre compréhension des mécanismes de création de valeur des fusions. Ainsi, dans le prolongement de l'esprit des travaux effectués par Seth, notre recherche vise à examiner les sources de création de valeur au sein des fusions et acquisitions, et à en évaluer l'impact sur la performance de long terme des entreprises impliquées dans de tels regroupements.

2.3 SYNTHESE DU CHAPITRE 2 :

PROBLEMATIQUE GENERALE DE LA THESE

La revue multi-disciplinaire des recherches empiriques sur les fusions et acquisitions que nous avons effectuée dans ce chapitre avait pour ambition : 1) de présenter une synthèse des recherches effectuées en finance et en stratégie qui ont étudié le lien entre la création de valeur et les opérations de fusions et acquisitions et 2) d'éclaircir, à partir de cet état de l'art, le positionnement de notre problématique générale de recherche.

1. Principaux résultats des recherches empiriques

La revue de littérature des recherches empiriques sur la création de valeur à la suite des fusions et acquisitions nous offre les enseignements suivants :

1. Le différentiel de performance entre l'acquéreur et la cible avant la fusion semble indiquer que le potentiel de création de valeur constitue une motivation importante de la fusion. Cependant, aucun chercheur n'est parvenu à ce jour à construire un modèle fiable de prédiction du risque d'absorption en fonction des performances de l'entreprise.

2. L'impact des fusions sur la création de valeur est controversé et les résultats obtenus sont très sensibles à la méthodologie employée. En effet, tandis que les recherches fondées sur des données comptables affichent un bilan très mitigé des fusions, les recherches reposant sur des données boursières parviennent à des résultats nettement plus positifs en mettant en évidence, de façon unanime, une création nette de richesse à l'issue de la fusion.

3. Les recherches utilisant des données boursières n'ont pas réussi à proposer d'explication convaincante à l'asymétrie des gains entre les actionnaires de l'acquéreur et ceux de la cible au profit de ces derniers. Parvenues à l'heure actuelle à leur niveau de saturation, les études des performances des fusions reposant sur des anticipations boursières laissent en suspens les questions relatives aux mécanismes de création de valeur au sein des fusions (Jensen et Ruback, 1983).

Les lacunes de la recherche sur les fusions réalisée en finance sont clairement exprimées dans les propos de Caves (1989) :

> *"The financial specialists, impeccably tooled for determining the market's value of transactions in corporate assets, proved less well equipped for establishing why those values are what they are. Prone to assume that financial markets are efficient and that businesses transacting in the market for corporate assets maximize expected profits, they expected that mergers would prove to be Good Things, and the excess-returns measurements only served to show how good. Little curiosity was displayed why some mergers create less value than others, or even draw negative valuations - and what opportunities or motives might explain these differences.*
> *In the meantime, some research on mergers has continued in the industrial-organization approach camp, mainly using the traditional retrospective approach to analyzing their effects. The results have been markedly less favorable to the hypothesis that mergers are efficient transactions. This clash between conclusions founded on foresight and hindsight has*

raised a few eyebrows, but there has been little effort to assess it or to relate it to hypotheses about the sources of efficiency or inefficiency in mergers and takeovers."
In Caves. R.E. 1989. Mergers, takeovers, and economic efficiency. *International Journal of Industrial Organization*. Vol 7. P 152.

4. Dans un souci d'intégrer à la fois les apports conceptuels des recherches en stratégie sur la diversification et les apports méthodologiques des chercheurs en finance, les chercheurs en stratégie ont tenté de démontrer au cours des années quatre-vingt la supériorité des acquisitions reliées sur les acquisitions conglomérales. Pour ce faire, ils se sont basé sur une comparaison de leurs effets respectifs sur la valorisation boursière des entreprises impliquées dans de tels regroupements. Les résultats de ces recherches n'ont pas été concluants et nous mettent en garde contre une croyance aveugle en la supériorité des synergies opérationnelles sur les synergies financières.

5. L'absence de conclusions des recherches en stratégie sur le lien entre la création de valeur et le type de fusions (ou encore sur la nature des liens entre les activités des entreprises fusionnantes, c'est à dire la "*relatedness*" ou le "*strategic fit*") peut s'expliquer en examinant leurs failles conceptuelles et méthodologiques :

1) Le corpus théorique utilisé par ces recherches ne permet pas de prédire la contribution respective des synergies opérationnelles et financières à la création de valeur (Seth, 1990), ce qui remet en question la pertinence des hypothèses relatives à la supériorité d'un type de synergie sur l'autre. A cet égard, il faut souligner que les deux types de synergies concernent deux niveaux de formulation de la stratégie différents (domaine d'activité, "*business level*" ou groupe, "*corporate level*") et qu'il peut sembler vain d'en comparer les effets respectifs

sur la performance générale.

2) Les résultats ont généralement été interprétés sur la base de règles d'équivalence associant un type de fusion à un type de synergie . Ce mode d'interprétation est vivement critiqué par Chatterjee (1986) qui souligne que plusieurs types de synergies peuvent motiver une même catégorie de fusions. A cet égard, les fusions horizontales sont celles où la probabilité d'observer la co-existence de plusieurs types de synergies (de type opérationnel, collusif et financier) est la plus élevée.

3) Seth a mis en évidence la forte sensibilité des résultats au système de classification utilisé. D'ailleurs, les études ayant cherché à enrichir la notion de "*relatedness*" en y intégrant sa dimension interne aboutissent à des résultats plus convergents que celles fondées uniquement sur les indicateurs externes.

4) Enfin, l'utilisation de données boursières repose sur un postulat d'efficience des marchés financiers. Si tel n'est pas le cas, elle ne fait que rendre compte des anticipations formées par le marché boursier sur les synergies attendues de la fusion. Comme le souligne Caves, les études rendant compte des performances post-fusion affichent un bilan nettement plus pessimiste que les études boursières. De leur côté, les études boursières n'ont pas réussi à expliquer l'absence de gains pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse. Au total, ces recherches n'ont pas réussi à identifier de manière convaincante les sources de création de valeur.

2. Définition de la problématique générale

Ainsi, il apparaît que l'approche conceptuelle et méthodologique visant à appréhender le lien entre les types de synergie et la performance nécessite d'être repensée. A cet égard, les réflexions que nous soumet Seth (1988) en conclusion de sa thèse nous sont apparues très éclairantes. Seth recommande d'analyser le mécanisme de création de valeur au sein d'une fusion, d'une part, en observant le comportement des entreprises à l'issue de la fusion et, d'autre part, en mesurant l'impact de ces comportements sur les performances de l'entreprise sur le long terme. Cette piste de recherche apporterait une contribution intéressante au champ de la stratégie d'entreprise.

Sur la base de ces propositions, notre recherche vise à examiner les sources de création de valeur au sein des fusions et acquisitions et leur impact sur la performance de long terme des entreprises fusionnantes. Plus spécifiquement, nous chercherons à évaluer dans quelle mesure un type de synergie présent au sein d'une fusion peut renforcer la position de l'entreprise dans ses domaines d'activité. Dans cette recherche, nous exclurons les synergies purement financières afin de nous concentrer sur les synergies de nature stratégique qui permettent à l'entreprise de renforcer sa position concurrentielle dans le ou les secteurs d'activité touchés par la fusion. Le niveau d'analyse se situe donc au niveau des segments d'activité de l'entreprise ("*strategic business unit*").

Dans le souci de préserver la cohérence de notre démarche et l'homogénéité de notre échantillon, nous limiterons notre analyse aux fusions horizontales (définies comme la fusion entre deux entreprises appartenant au même secteur d'activité). Plusieurs raisons motivent ce choix : 1) la

notion d'acquisitions reliées est très large et inclut des fusions sous-tendues par des logiques économiques très différentes. Limiter notre analyse à un type plus précis de fusion nous permettra donc de comparer l'influence des différents mécanismes de création de valeur sur une base plus homogène. 2) Les fusions horizontales peuvent faire l'objet d'analyses intéressantes en raison de la co-existence de plusieurs types de synergie, ce qui permettra de tester la validité de plusieurs courants théoriques. 3) Les fusions horizontales ont représenté le mode de regroupement dominant de la vague de fusions des années quatre-vingt - comme nous l'avons souligné en effet dans le chapitre précédent, les groupes diversifiés depuis la fin des années soixante-dix ont mené des stratégies de recentrage et de consolidation de leurs parts de marché sur le plan international. 4) Enfin, si les acquisitions conglomérales permettent éventuellement à l'entreprise d'améliorer la gestion de ses ressources financières, la création de valeur n'a pas d'effets directs sur la position concurrentielle de l'entreprise sur ses différents marchés. En revanche, le rachat d'un concurrent (actuel ou potentiel) peut contribuer à modifier la position concurrentielle de l'acquéreur et de la cible en ayant des effets directs sur les composantes de l'avantage concurentiel (les coûts, le pouvoir de négociation, les capacités d'innovation, la composition du portefeuille de produits et de marques, les capacités de distribution, etc.). Par ailleurs, s'il est vrai que les fusions verticales peuvent également contribuer à modifier la position concurrentielle de l'entreprise, nous avons préféré les exclure de cette étude en raison de la logique économique très spécifique qui les sous-tend. De plus, on notera que les fusions verticales occupent généralement une place particulière au sein des recherches et que leurs performances (généralement médiocres) ne sont pas corrélées aux autres types d'acquisitions dites reliées (fusions horizontales et de diversification reliée).

Ainsi, dans un souci de cohérence conceptuelle et méthodologique, nous avons choisi d'explorer les mécanismes de création de valeur au sein des fusions horizontales. Toutefois, il est important de noter que nous adoptons une définition relativement large de cette notion puisqu'elle couvre les opérations de fusions réalisées dans un domaine d'activité où les deux entreprises fusionnantes sont présentes. Cette définition permet de prendre en compte une diversité de situations concurrentielles : entreprises directement concurrentes (clients, marchés géographiques, et produits similaires), entreprises présentes dans le même secteur mais desservant des marchés géographiques différents ("diversification reliée" de type géographique), ou ciblant des segments de clientèle différents ("diversification marketing"), ou encore proposant des lignes de produits différentes ("diversification reliée" reposant sur une extension de gammes). Comme il a été souligné à plusieurs reprises, la frontière entre fusions horizontales et de diversification liée est floue et repose sur le degré de finesse de la segmentation retenu et de la vision subjective du métier qu'ont le dirigeant, l'expert ou le chercheur. Ainsi, certaines opérations, qui, dans des recherches antérieures, auraient été classées dans la catégorie "diversification reliée" seront intégrées à la présente recherche. Par ailleurs, en raison de la plus forte perméabilité des frontières géographiques, technologiques et commerciales, il s'avère de plus en plus difficile de définir la frontière entre la simple diversification de type "marketing" et la diversification stratégique (Détrie et Ramanantsoa, 1983).

A ce stade de notre exposé, nous pouvons formuler les deux questions de recherches suivantes:

Question de recherche 1 :

Quelles sont les sources de création de valeur espérées dans le cadre d'une fusion horizontale? Ou encore, en se basant sur les sources de création de valeur théoriques, quels sont les comportements attendus à l'issue de la fusion ?

Question de recherche 2 :

Dans quelle mesure ces différentes sources de création de valeur contribuent-elles à améliorer la position concurrentielle de l'entreprise sur le long terme?

Cette formulation sera affinée au cours de notre exposé théorique présenté dans les deux prochains chapitres. Les hypothèses de recherche seront formulées à la fin du chapitre 4.

CHAPITRE 3

LES APPROCHES TRADITIONNELLES DES FUSIONS HORIZONTALES : LA RECHERCHE D'ECONOMIES D'ECHELLE ET DE POUVOIR DE MARCHE

3.1. EFFETS DES FUSIONS HORIZONTALES SUR LES ECONOMIES D'ECHELLE

3.1.1. Définition des économies d'échelle et de champ

3.1.2. Conséquences micro-économiques des fusions horizontales

3.1.3. La croissance externe : un moyen de réalisation d'économies d'échelle

3.2. LIMITES DE L'APPROCHE FONDÉE SUR LES ECONOMIES D'ECHELLE

3.2.1. L' existence de déséconomies d'échelle

3.2.2. Economies d' échelle et avantage concurrentiel : une relation ambivalente

3.2.3. Conditions de validité de l'approche fondée sur les économies d'échelle : les apports de l'économie industrielle

3.3. EFFETS DES FUSIONS HORIZONTALES SUR LE POUVOIR DE MARCHE

3.3.1 Rappels micro-économiques de fixation des prix

3.3.2 Le modèle classique de l'oligopole

3.3.3. Le modèle de la firme dominante

3.3.3. L'exercice d'un pouvoir de marché sur plusieurs marchés ("*multi-point competition*") ou l'hypothèse d'échange de menaces tacites ("*mutual forbearance*")

3.4. LIMITES DE L'APPROCHE FONDÉE SUR LE POUVOIR DE MARCHE

3.4.1 La vulnérabilité des barrières à l'entrée : la notion de "marché contestable" (Baumol, 1982)

3.4.2. La difficulté d'atteindre un équilibre collusif : les apports de la théorie des jeux

3.4.3. La difficulté de détecter et de punir les comportements opportunistes : les apports de la théorie des coûts de transaction

3.5 SYNTHÈSE

Les approches traditionnelles visant à rendre compte de l'existence des fusions horizontales reposent sur deux écoles qui sont en compétition depuis les années trente, à savoir l'approche micro-économique et l'Economie Industrielle. L'approche classique micro-économique analyse la fusion horizontale comme une moyen d'accroître l'efficience des facteurs de production des entreprises fusionnantes, tandis que l'Economie Industrielle considère la fusion comme un moyen pour l'entreprise d'augmenter son pouvoir de marché. En raison de leurs effets immédiats sur la concentration, les fusions horizontales ont de longue date, comme il a été souligné dans le premier chapitre, retenu l'attention des responsables de la législation anti-trust dans le but de vérifier que l'efficience économique était bien la logique dominante de la fusion, et que les gains provenant d'une augmentation de l'efficience étaient supérieurs à ceux issus d'une augmentation du pouvoir de marché.

Si l'objectif des économistes industriels est d'identifier les situations dans lesquelles les fusions entravent les mécanismes concurrentiels sur un plan macro-économique (et, par ce biais, à légitimer la politique anti-trust mise en place) , nos préoccupations dans le cadre d'une recherche en stratégie sont différentes. Nous cherchons, à partir des fondements théoriques de l'Economie Industrielle, à comprendre sous quelles conditions la fusion peut permettre une augmentation du pouvoir de marché et, dans quelle mesure, cette augmentation du pouvoir de marché contribue à améliorer la performance des entreprises fusionnantes sur le long terme.

La première partie de ce chapitre a pour objet d'examiner l'impact des fusions sur l'efficience interne de l'entreprise en analysant les effets attendus de la fusion sur la réduction des coûts (3.1.) et en soulignant ses limites (3.2.). La seconde partie présente les recherches effectués sur la seconde source de création de valeur, la recherche de pouvoir de marché, en présentant les différents modèles théoriques permettant d'approfondir la notion de pouvoir de marché (3.3.) et les limites de ces

modèles développées par la Nouvelle Economie Industrielle (3.4.).

3.1. EFFETS DES FUSIONS HORIZONTALES SUR LES ECONOMIES D'ECHELLE

L'explication la plus généralement avancée pour expliquer les fusions horizontales est celle de la recherche d'une efficience accrue grâce à la réduction des coûts. Bien que solidement établie, cette explication mérite d'être exposée en détail par un rappel de ses fondements micro-économiques et par l'examen de ses limites.

3.1.1. Définition des économies d'échelle et de champ

Une politique de croissance externe peut avoir comme objectif une efficience accrue des facteurs de production. Concrètement, une efficience accrue correspond à une amélioration des termes de la fonction de production, suivant la loi des rendements d'échelle croissants. Ces rendements d'échelle peuvent, dans le cadre d'une fusion horizontale, être réalisés grâce à la mise en commun d'actifs entre des activités similaires (économies d'échelle, "*economy of scale*"), ou grâce au partage d'actifs à un coût marginal entre des activités complémentaires (économies de gamme, "*economy of scope*"). La notion d'économie de gamme, développée par Baumol, Panzar et Willig (1982), se différencie de celle d'économie d'échelle dans la mesure où le partage d'actifs concerne des produits qui ne sont pas concurrents sur leur marché final, car non substituables entre eux. Ces économies que l'on pourrait qualifier de "transversales" représentent la différence entre la somme des coûts de plusieurs activités menées indépendamment et celle des coûts de ces mêmes activités menées conjointement.

Les fusions horizontales permettent de répartir les coûts des facteurs de production sur une

série plus longue d'un produit (économie d'échelle) ou sur une gamme élargie de produits (économie de gamme). Compte tenu de la diversité des gammes de produits au sein d'un même secteur d'activité, les fusions horizontales peuvent générer des économies d'échelle et de gamme. La distinction entre ces deux notions est subtile et repose en partie sur la définition du métier de l'entreprise. Pour des raisons liées à la clarté de notre présentation, nous n'opérerons plus cette distinction dans la suite de notre exposé et emploierons le terme "économie d'échelle" pour désigner toute baisse des coûts liée au regroupement d'activités.

La fonction de production n'est pas le seul déterminant de la taille de l'entreprise. En effet, le concept de "taille minimale optimale" peut intervenir à tous les niveaux de la chaîne de valeur dans la mesure où il existe différents niveaux d'indivisibilité et de dimension optimale des actifs selon les fonctions considérées (fabrication, commercialisation, R & D...). Une entreprise peut avoir atteint la taille optimale sur le plan de ses unités de production sans pour autant avoir la taille suffisante au niveau de ses services fonctionnels, notamment sur le plan de la R & D et de la promotion des produits. Deux types d'économie d'échelle sont généralement distingués (Mansfield, 1968) : les économies d'échelle techniques liées à la fabrication des produits et celles liées à la gestion de l'entreprise et de ses différents services fonctionnels (recherche et développement, commercialisation et marketing, logistique et administration générale).

Les économies d'échelle liées à la fabrication

Dans les secteurs sensibles aux effets de taille tels que l'automobile, l'aéronautique, les télécommunications, ou l'électronique (Jacquemin, Buigues et Ilzkovitz, 1989), le regroupement de deux entreprises concurrentes permet d'accéder à un volume de production plus important, favorable à l'exploitation d'économies d'échelle grâce à une spécialisation accrue des facteurs de production, à l'accélération de l'effet d'apprentissage et éventuellement à la modification de la fonction de

production (substitution du capital au travail, adoption d'innovations technologiques, franchissement de seuil de production critiques...).

La réalisation d'économies d'échelle liées à la production nécessite de rationaliser des actifs de production en les regroupant au sein d'établissements plus grands ou en spécialisant les unités de production existantes (par lignes de produits ou par zones géographiques, par exemple). Ces mesures de rationalisation doivent conduire, d'une part, à éliminer les actifs devenus redondants à l'issue de la fusion ("*economy of rationalization*"), et, d'autre part, à optimiser et re-combiner de la manière la plus efficiente possible les actifs de production ("*economy of restructuration*").

En se fondant sur les études empiriques de la concentration européenne réalisées sous l'égide de la CEE, Jacquemin (1980) montre que c'est au niveau des établissements de production que peuvent être exploitées la majeure partie des économies d'échelle technologiques (en fonction desquelles la taille minimale optimale est définie). Panzar (1989) confirme également, sur la base d'une synthèse des études empiriques, l'importance des déterminants technologiques dans la concentration horizontale. Enfin, bien qu'elles n'aient pas fait l'objet d'une validation empirique aussi solide que les économies de production, les économies d'échelle liées aux services fonctionnels ne doivent pas être négligées.

Les économies d'échelle liées aux services fonctionnels de l'entreprise

Les fusions horizontales peuvent permettre d'amortir les frais fixes liés à la gestion de l'entreprise sur un volume de production plus important, ce qui revient à abaisser le coût unitaire des produits. Dans son étude sur la restructuration du secteur de la bière en Grande-Bretagne, Tremblay (1988) a montré que les fusions permettaient essentiellement de réaliser des économies d'échelle liées aux services fonctionnels tels que la R & D, le marketing ou la finance ("*multiplant scale*

economies"). Les économies d'échelle peuvent, du moins théoriquement, s'appliquer à toutes les fonctions de l'entreprise.

Recherche et développement : Dans des secteurs à fort contenu technologique ou scientifique (aéronautique, électronique de défense, télécommunications, pharmacie, par exemple), les fusions horizontales peuvent représenter un moyen de réaliser des économies d'échelle en recherche et développement grâce :

- à la baisse du coût unitaire de la recherche et développement issue de l'amortissement des investissements de recherche et développement sur un chiffre d'affaires plus important généré par le simple regroupement de deux entreprises concurrentes qui n'accordent pas la même importance aux investissements de R&D (cas du rachat du laboratoire canadien Connaught par l'Institut Mérieux en 1989, par exemple).
- aux économies d'échelle réalisées en rationalisant les actifs de R&D (fusion, fermeture, restructuration ou spécialisation des unités de recherche). La consolidation des services de R&D à l'issue d'une fusion génère, en sus des économies d'échelle, une efficacité accrue en raison des transferts de compétences entre le personnel des deux entreprises fusionnantes (Schumpeter, 1961).

Le marketing et la commercialisation : Des économies sur le marketing et la commercialisation des produits peuvent être réalisées à l'issue d'une fusion grâce :

- à l'amortissement des dépenses de publicité et de vente sur un volume de ventes plus important. La baisse du coût unitaire de la commercialisation passe par la réalisation de campagnes publicitaires sur un nombre plus important de produits, l'intégration de nouveaux produits sous des marques existantes, et la suppression des marques à faible notoriété. L'accroissement de la taille généré par la fusion se traduit par la possibilité de dégager des

budgets publicitaires permettant d'atteindre les seuils minimaux d'efficacité de la publicité dans un environnement commercial saturé;

- aux économies d'échelle liées à la promotion de produits grâce à la fusion, à la spécialisation ou à la restructuration des réseaux de vente;

- à l'élargissement de la présence commerciale grâce à la diffusion d'un nombre plus élevé de produits dans les réseaux de vente des entreprises fusionnantes (cas du rachat de la filiale agro-chimique d'Union Carbide par Rhône-Poulenc, par exemple).

Par ailleurs, il a été souvent constaté que de substantielles économies d'échelle liées à la commercialisation des produits sur le plan international pouvaient être réalisées (amortissement de coûts fixes liés aux frais d'agent, à la prospection des marchés, aux courtiers en douane; Caves, 1982).

Les services logistiques et administratifs : Les fonctions de support qui ne sont pas directement liées au coeur du métier de l'entreprise, telles que les services logistiques et administratifs, font généralement l'objet des premières mesures de rationalisation à l'issue d'une fusion. Elles ont généralement des effets moins sensibles sur la nature de l'offre proposée et sur l'évolution des performances commerciales que la restructuration des actifs commerciaux, de R&D et de production.

3.1.2. Conséquences micro-économiques des fusions horizontales

Une acquisition horizontale dont l'objectif est d'accroître l'efficience de facteurs de production via la réalisation d'économies d'échelle permet d'augmenter le profit de l'entreprise grâce à un déplacement sur la courbe d'expérience du secteur (se traduisant, sur le plan micro-économique, par un déplacement de la courbe de coût du nouvel ensemble consolidé). A l'aide des figures 1 et 2 présentées ci-dessous, nous allons illustrer les conséquences micro-économiques d'une opération de

fusion, telles qu'elles peuvent être décrites par l'analyse micro-économique classique prônant la maximisation du profit.

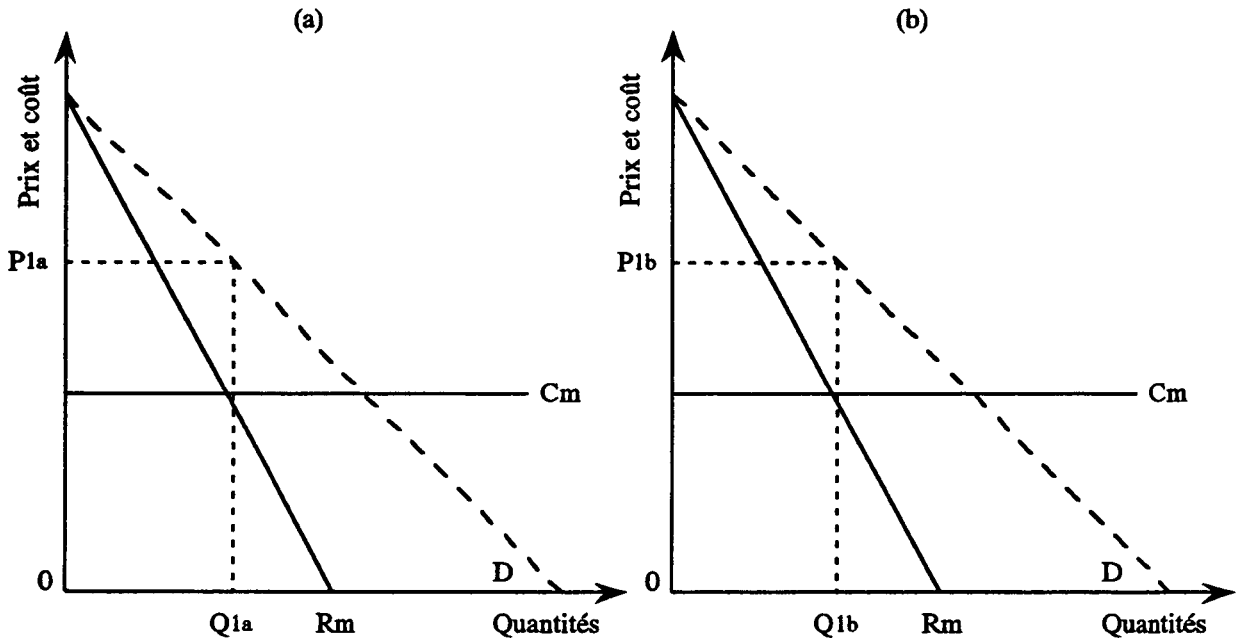
Pour reproduire, de façon simplifiée, les conséquences d'une fusion sur les coûts et les prix, nous allons supposer que :

- la demande s'adressant à la firme est "iso-élastique" ;
- les fonctions de coût peuvent être représentées comme des parallèles à l'axe des abscisses ;
- les deux entreprises fusionnantes (a et b) utilisaient la même technologie avant la fusion, et par conséquent, leurs coûts sont similaires (et leur prix également, compte tenu de la situation concurrentielle de leur secteur) ;
- la fonction de production et la courbe de demande sont stabilisées.

Deux firmes possédant ces caractéristiques sont représentées ci-dessous (figure 1).

FIGURE 1

Firmes concurrentes avant la fusion



D : demande de l'industrie
Rm : recette marginale
Cm : coût marginal
P1 : prix de vente

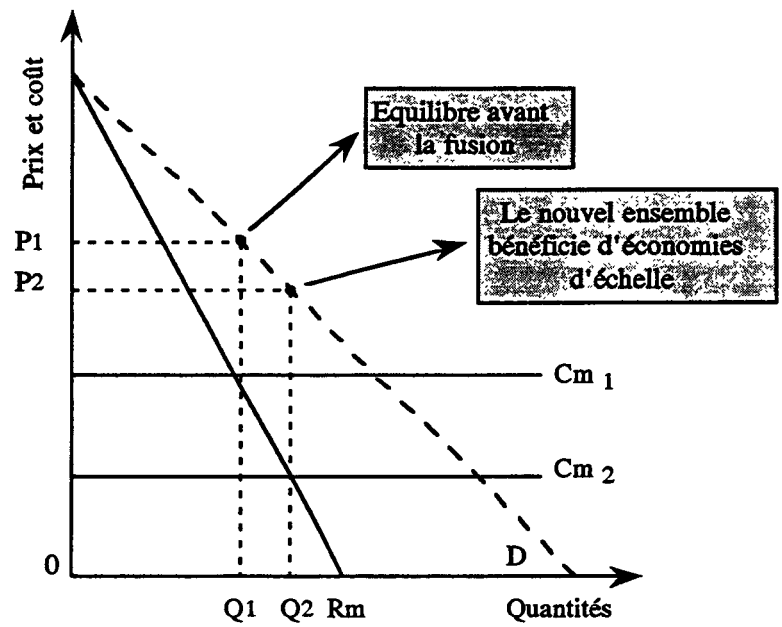
In Navatte. P. 1978. L'étude des effets micro-économiques produits par les opérations de croissance de fusion absorption. *Revue d'Economie Industrielle.*

Lorsque deux concurrents (a) et (b) fusionnent, tout en continuant à fonctionner de façon autonome, sans souci de restructurer les unités de production de biens ou de services en fonction d'un objectif d'efficience accrue, le prix de vente qui maximise le profit de l'unité résultant de la fusion est encore P_1. Les quantités produites par le nouvel ensemble sont égales à la somme des quantités produites de chaque entité constituante avant opération. De ce fait, les profits globaux sont égaux à la somme des deux entreprises avant la fusion. En revanche, si la fusion affecte les coûts de l'entreprise grâce à la réalisation d'économies d'échelle, l'amélioration de la productivité va se

traduire par une modification des résultats de l'entreprise nouvellement constituée (cf. Figure 2).

FIGURE 2

Effets de la fusion sur les prix



In Navatte. P. 1978. L'étude des effets micro-économiques produits par les opérations de croissance de fusion absorption. *Revue d'Economie Industrielle.*

En présence d'économies d'échelle, la fusion permet d'abaisser les coûts marginaux de Cm_1 à Cm_2. Le prix qui maximise les profits devient P_2, qui est inférieur à P_1, mais qui permet de vendre une quantité supérieure de biens Q_2.

Dans le cadre de l'analyse micro-économique, une fusion motivée par la recherche d'économies d'échelle devrait conduire l'entreprise à produire un volume supérieur à la somme des productions réalisées par chaque entité constituante avant la fusion afin de répondre à l'accroissement de la demande générée par la baisse des prix du nouvel ensemble; cette baisse des prix est le résultat

des gains de productivité générés par la fusion - nous rappelons au lecteur que nous avons supposé que la demande était "isoélastique".

Ainsi le raisonnement micro-économique suppose au moins que deux conditions essentielles soient remplies pour atteindre une efficience accrue à travers les fusions :

1) une fusion ayant pour but l'amélioration de l'efficience de ses facteurs de production doit pouvoir être suivie d'une augmentation des ventes (Navatte, 1978). En effet, une firme qui a pour objectif la maximisation des profits opère toujours dans la portion élastique de sa courbe de demande de manière à avoir une recette marginale positive. Dans cette portion de courbe, l'élasticité quantité-prix est toujours supérieure à l'unité en valeur absolue.

2) une restructuration des unités de production de biens ou de services est nécessaire à l'issue de la fusion pour atteindre cet objectif d'efficience accrue : la simple fusion en elle-même ne préjuge en rien de la possibilité d'obtenir des économies d'échelle, et *a fortiori* d'un déplacement sur la courbe qui mesure l'effet d'expérience du secteur. On peut, à cet égard, se demander dans quelle mesure d'autres modes de croissance tels que la croissance interne ou par alliance ne constitueraient pas des modes plus efficaces de réalisation d'économies d'échelle dans la mesure où ces derniers font l'économie de ce lourd processus de restructuration nécessaire dans le cas d'une fusion.

"It i not always necessary for firms to combine under common ownership to achieve economies of scale and scope"
Teece. D. J. 1982. Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior and Organization.* Vol 3.

3.1.3. La croissance externe : un moyen de réalisation d'économies d'échelle

La réalisation d'économies d'échelle ne nécessite pas obligatoirement le recours à la croissance externe. La croissance interne ou la mise en place d'alliances constituent des modes alternatifs de concentration horizontale.

Croissance interne versus croissance externe ?

La croissance externe présente trois avantages majeurs par rapport à la croissance interne - qui consiste à poursuivre une politique d'investissements financés soit par les profits non distribués, soit par l'appel au marché des capitaux - (Jacquemin, 1980) :

- la croissance externe, par rachat ou fusion, porte sur des actifs en cours d'exploitation et correspond à un rendement plus rapide, qui contraste avec les délais de maturation des investissements. Ainsi, dans des secteurs où la taille minimale d'efficacité évolue rapidement, le recours à l'acquisition est un moyen d'accéder rapidement à une taille critique;

- l'acquisition d'un concurrent accroît *ipso facto* la part de marché de l'acquéreur et élargit les débouchés nécessaires à l'écoulement d'un volume de production accru, sans créer de capacité additionnelle qui pourrait ne pas rencontrer de demande correspondante;

- la croissance externe peut être le moyen d'acquérir des actifs humains, techniques ou matériels, pour lesquels il n'existe pas de marché ou des marchés très imparfaits.

Il apparaît clairement que la croissance externe est sous-tendue par de multiples motivations; les deux dernières motivations mentionnées par Jacquemin seront développées dans les prochaines rubriques relatives aux travaux issus de l'Economie Industrielle et à ceux de l'approche fondée sur les ressources.

A ces avantages énoncés ci-dessus, peuvent se greffer des motifs de nature tactique ou

défensive (Strategor, 1994) :

- une acquisition peut représenter le seul moyen de pénétrer un marché géographique dont les barrières à l'entrée sont élevées pour des raisons réglementaires ;

- une acquisition peut permettre à une entreprise d'empêcher un concurrent de racheter la cible - cas du rachat d'Alfa Roméo par Fiat motivé par la volonté de bloquer Ford qui était candidat au rachat, par exemple;

- enfin, l'arbitrage entre le développement interne et la croissance externe dépend en partie du nombre et de l'attrait des cibles disponibles sur le marché. Ainsi, la mise en vente subite d'une entreprise pour des raisons internes au vendeur (problèmes liés généralement à la succession managériale ou à un manque de ressources pour poursuivre le développement) favorise le développement d'acquisitions qui peuvent présenter un caractère opportuniste tout en conservant un intérêt stratégique pour l'acquéreur.

Croissance contractuelle versus croissance externe ?

La croissance contractuelle, qu'il s'agisse d'alliances ou de partenariats, peut constituer une alternative à l'acquisition et représente souvent un substitut à la croissance interne (Koenig, 1990). L'alliance permet donc de surmonter les handicaps que pose une taille insuffisante par rapport à certains concurrents. Koenig (1990) souligne que l'accroissement de la taille relative constitue l'objectif essentiel des alliances (cas de l'accord SGS - Thomson Micro-electronics BV, par exemple). Les fonctions essentiellement concernées par les alliances sont la R & D (Tarondeau, 1994) et la production. Plus des trois-quarts des coopérations sont développées au niveau de l'une ou l'autre de ces deux fonctions (Tassel, 1987). Les alliances permettent de réaliser des économies d'échelle par la mise en commun d'actifs ou la spécialisation des tâches entre des concurrents devenus partenaires. Ces alliances sont appelées "alliances d'échelle" ("*JV scale*") par opposition aux alliances de complémentarité ("*linked JV*") dont l'objectif est de partager des actifs complémentaires entre les

partenaires de l'alliance (Hennart, 1988). Dussauge et Garrette (1993) distinguent deux types d'alliances motivées par un objectif d'économies d'échelle : les alliances "d'intégration conjointe" (production commune d'un composant ou partage d'investissements sur différentes fonctions) et les alliances "additives" (réalisation en commun d'un produit).

Les alliances peuvent permettre l'exploitation d'économies d'échelle tout en bénéficiant des avantages liés à la fois au développement interne et à la croissance externe. En effet, le recours aux alliances permet de ne mettre en commun que les actifs ou services dans les domaines où l'entreprise souhaite augmenter sa taille, modalité plus souple que le processus lourd et généralement irréversible d'une fusion capitalistique. Par ailleurs, l'alliance permet de réaliser des économies d'échelle grâce à l'accès à un volume de production plus important tout en évitant, comme pour la croissance externe, d'ajouter des capacités supplémentaires de production dans le secteur d'activité considéré (cas des alliances entre Elf et B.P., ou encore entre Renault, Volvo et Peugeot sur les moteurs V6, par exemple). Ainsi, la réalisation d'économies d'échelle ne requiert pas systématiquement le recours à une fusion (Teece, 1982).

Cependant, la fusion se révèle nécessaire lorsque la solution contractuelle n'est pas efficiente en raison de l'existence de coûts de transaction trop élevés (Teece, 1982; Dranove et Schanley, 1995). Originellement, la notion de coût de transaction développée par Williamson (1975) souligne le fait que le recours au marché peut se révéler, dans certains cas, plus coûteux que l'internalisation d'une activité au sein de l'entreprise pour des raisons de nature contractuelle liées à l'organisation de la transaction elle-même sur le marché (recherche de partenaires, fixation du prix, élaboration du contrat, coût de contrôle de la bonne application du contrat). Ces coûts sont élevés si les actifs faisant l'objet de la transaction sont spécifiques et si le nombre de partenaires potentiels est limité, ce qui

favorise les conduites opportunistes. Les travaux théoriques de Williamson ont été repris pour rendre compte des alliances entre entreprises concurrentes ou non. L'alliance représente un mode de coordination des facteurs de production entre firmes concurrentes, occupant une position intermédiaire entre la concurrence ouverte arbitrée par le marché et la concentration au sein d'un groupe unique (Garrette, 1991).

Dans cette perspective, le recours à la fusion sera préféré à d'autres modes contractuels si elle permet de réduire les coûts de transaction. La rationalisation d'actifs, au sein d'une même entité, permet d'éviter certains risques liés aux conduites opportunistes des partenaires ("*opportunities for hold-up*"), comme le soulignent les propos de Dranove et Schanley :

> *"Common ownership may be prefered to the combination of internal growth and market contracting if it reduces transaction costs. Reorganization of production under common ownership may prevent a number of opportunities for hold-up".*
> In Dranove, D. Et M. Schanley. 1995. Cost reductions or reputation enhancement as motives for mergers: the logic of multihospital systems. *Strategic Management Journal.* Vol 16 : 55-74.

Les alliances favorisent les comportements opportunistes dans la mesure où chacun des partenaires est soucieux de préserver ses intérêts, voire cherche à s'approprier une rente de situation aux dépens de son partenaire (Klein, Crawford et Alchian, 1978). Dans le cas d'une alliance motivée par la recherche d'économies d'échelle, les entreprises-partenaires sont amenées 1) à spécialiser leur production sur les différents maillons de la chaîne de valeur - cas de l'alliance "additive", ou 2) à mettre en commun leurs efforts en fusionnant leurs actifs ou services - cas de l'alliance d'"intégration conjointe". 1) Dans le cas des alliances "additives", la spécialisation des tâches entraîne des relations de dépendance similaires à l'intégration verticale. Or, les études empiriques menées sur ce type d'alliances (Garrette, 1991, Dussauge et Garrette, 1993) montrent que cette spécialisation est risquée dans la mesure où l'indépendance et l'autonomie des firmes peuvent être menacées en raison de la

spécialisation imposée par la recherche d'économies d'échelle. Quand l'enjeu est trop ii
les entreprises impliquées, la fusion capitalistique vient supplanter l'alliance (Garrette, 1991). 2) Dans le cas des alliances "d'intégration conjointe", la fusion d'actifs suppose que les intérêts des partenaires restent convergents sur le long terme. En effet, la mise en commun d'efforts sur le plan de la R&D, ou la production en commun d'un composant, pose des problèmes liés aux réticences à coopérer en raison du risque de retombées asymétriques pour les partenaires, et du risque de l'évolution divergente des besoins des partenaires (Garrette, 1991, Garrette et Dussauge, 1995). Koenig (1990) souligne que l'alliance pré-compétitive demeure un exercice délicat conduisant, bien souvent, à un manque de transparence entre les équipes.

Ainsi, le recours à une fusion pour rationaliser des actifs s'impose lorsque la solution contractuelle n'est pas efficiente pour des raisons liées à la nature des enjeux stratégiques (part importante du produit dans le chiffre d'affaires total de l'entreprise, par exemple), à la probabilité de conduites opportunistes ou à la perte d'autonomie opérationnelle des entreprises. Dans le domaine de la sidérurgie, Dutz (1989) a montré que Youngstown et Aliguippa ont rationalisé leurs actifs via une fusion en raison du risque de dépendance qu'aurait créé la spécialisation des actifs au sein d'un arrangement contractuel (situation de monopole bilatéral).

3.2. LIMITES DE L'APPROCHE FONDÉE SUR LES ECONOMIES D'ECHELLE

L'approche reposant sur la notion d'efficience, la plus fréquemment utilisée pour rendre compte des motivations d'une fusion horizontale, a fait l'objet de vives critiques sur la base d'arguments théoriques et d'observations empiriques. Trois limites principales seront exposées : la

première liée à la notion même d'économie d'échelle (3.2.1.), la seconde liée aux effets pernicieux de l'intégration post-fusion sur la position concurrentielle de l'entreprise sur le long terme (3.2.2.), et enfin la dernière remettant en cause la notion d'efficience comme explication principale des fusions horizontales (3.2.3.).

3.2.1. L'existence de déséconomies d'échelle

La courbe de coûts à long terme

La théorie micro-économique des coûts montre que le coût moyen a, dans un premier temps, tendance à diminuer quand la taille augmente, ce qui met en évidence l'existence des économies d'échelle. A partir d'une certaine taille cependant, les coûts moyens de production deviennent constants : les économies d'échelle les plus importantes ont été exploitées et l'augmentation de la taille ne procure plus guère d'avantages, c'est le phénomène de plateau représentant une série de tailles optimales (Pratten (1988) définit la taille minimale efficace (TME) comme le volume à partir duquel le doublement de la production n'entraîne pas une réduction de coût au moins égale à 5 %). Enfin à partir d'une taille plus importante, le coût moyen a tendance à remonter en raison de l'apparition de déséconomies d'échelle. La quantité de biens produits croît proportionnellement moins vite que la quantité des facteurs utilisés. Graphiquement, la courbe de coût (dite "courbe de coûts de longue période") reflétant l'évolution des coûts unitaires de production en fonction des quantités de facteurs adopterait une forme en U.

Origine des déséconomies d'échelle

La principale raison des déséconomies d'échelle réside dans le fait que la gestion devient plus complexe quand la taille de l'entreprise augmente (déséconomies d'échelle de gestion). A partir d'un certain seuil de complexité organisationnelle, les économies d'échelle (en particulier productives)

peuvent être sur-compensées par des déséconomies de nature bureaucratique, dont Marshall (1920) a été le premier à en souligner l'importance.

Par ailleurs, les économies de production réalisées grâce à la centralisation de la production au sein d'un site de production peuvent être remises en cause par l'augmentation des coûts de transport des produits. Les coûts unitaires de transport peuvent ainsi croître avec le niveau de production, en raison de la nécessité d'atteindre des utilisateurs de plus en plus lointains. Les coûts de transport sont particulièrement élevés pour les produits pondéreux ou fragiles.

Ainsi, l'allure de la courbe de coût moyen dépend de la durée au cours de laquelle les économies d'échelle persistent et de la vitesse avec laquelle les déséconomies d'échelle apparaissent à mesure que la production augmente. L'équilibre entre ces deux forces est une question empirique qui varie d'une industrie à l'autre et d'une firme à l'autre (Begg, Fischer et Dornbusch, 1989). Le problème général qui se pose alors à l'entreprise est celui de déterminer la frontière la plus efficiente en termes de coûts. De nombreux économistes estiment qu'un niveau modeste d'exploitation peut amener l'entreprise à épuiser les sources potentielles de réalisation d'économies d'échelle (Gould et Ferguson, 1980). Ainsi, l'accroissement de la taille ne garantit pas systématiquement des rendements d'échelle croissants. L'augmentation de la taille de l'entreprise peut générer des déséconomies d'échelle, ou du moins être sans impact sur l'efficacité productive (cas des rendements d'échelle constants).

Dans le domaine de la R & D, par exemple, les recherches empiriques qui examinent le lien entre la taille d'une entreprise et sa productivité en terme d'innovation n'ont pas abouti à des résultats convergents. Schumpeter (1961) défend la thèse selon laquelle les grandes firmes seraient plus innovatrices que les petites ou moyennes firmes, en raison des ressources financières et humaines qui

permettent à ces premières de s'engager dans des programmes de recherche dont le risque est élevé. Rejetant cette hypothèse, Mansfield (1981) et Adams et Broch (1986) ont démontré statistiquement que la probabilité pour qu'une grande entreprise mette en oeuvre un programme de recherche relativement risqué n'était pas supérieure à celle d'entreprises plus petites. De leur côté, Kamien et Schwartz (1982) soutiennent que la relation entre la taille et la capacité d'innovation de l'entreprise n'est pas linéaire mais suit une courbe sous forme de U inversé.

Bien qu'il soit pertinent de reconnaître l'existence d'un seuil critique en matière de R & D (Scherer, 1980), les études empiriques tendent à montrer que les grandes entreprises sont moins innovatrices que les entreprises de taille plus modeste (Scherer, 1965 ; Grabowski, 1968 ; McClean et Round, 1978). A partir d'un certain seuil de dépenses de R & D investies, des rendements d'échelle décroissants apparaîtraient, se traduisant par une baisse de la productivité en terme d'innovation par rapport aux dépenses de R & D engagées (Acs et Audretsch, 1981 ; Graves et Langowitz, 1993). Dans le secteur pharmaceutique, les études de Comanor (1965), Vernon et Gusen (1974), Schwartzman (1976) et Graves et Langowitz (1993) montrent que les économies d'échelle dans le domaine de la R & D sont substantielles dans les petites et moyennes entreprises, mais qu'elles sont en revanche marginales dans les grandes entreprises. A partir d'un certain seuil, la productivité marginale diminue et des déséconomies d'échelle apparaissent, en raison d'une formalisation de la coordination entre les individus et d'une bureaucratisation croissante (Kamien et Schwartz, 1982). Cette bureaucratisation croissante peut, au niveau individuel, démotiver les chercheurs qui s'épanouissent généralement dans les structures souples et petites, et peut, au niveau organisationnel, conduire à promouvoir les meilleurs chercheurs à des fonctions d'encadrement de nature plus administrative (Scherer, 1980).

"A little bit of bigness is good for invention and innovation. But beyond this threshold further bigness adds or nothing, and it carries the danger of diminishing the effectiveness of inventive and innovative performance...
Creative thinking power is a scarce resource,... it comes in fairly inexpensive person sized lumps... so that all of the advantages are not to the large laboratory... Finally, in some large firms, the best researchers may be promoted to supervisory and administrative positions, leaving the less capable scientists at the bench."
In Scherer. F.M. 1980. *Industrial market structure and economic performance*. Chicago. Rand McNally. Second Edition.

En ce qui concerne la promotion des produits, l'élargissement d'une gamme permet de répartir sur plusieurs produits les frais de publicité et de distribution, et plus généralement certains des frais fixes de l'entreprise (liés à la logistique ou à l'administration par exemple). Les rendements d'échelle ne seront croissants que si l'étalement des coûts, procuré par l'utilisation d'un même réseau de distribution (ou d'autres unités de service) au profit de plusieurs lignes de produits, n'est pas surcompensé par les dépenses supplémentaires de toutes natures (formation, informatique, organisation, main-d'oeuvre, etc) provenant de la gestion de cette diversité accrue des produits. Certains auteurs ont appelé ce phénomène le coût de la complexité, ou le coût du désordre (Peyrelevade, 1989, p. 156). Les déséconomies de gamme apparaissent si le coût marginal du produit A augmente, toutes choses égales par ailleurs, lorsqu'on accroît la production du produit B (et réciproquement). En prenant l'exemple des banques dont le portefeuille de produits comprend des produits d'assurance, Peyrelevade montre que, plus on augmente la distribution de produits d'assurance dans un réseau bancaire, et plus le coût de production marginal du crédit augmente. La multiplication de produits peut, dans certains cas, engendrer des déséconomies générées par une complexité accrue (ou "désordre") de la gestion.

Les limites qui ont été dressées sont inhérentes à la notion même d'économie d'échelle. Il

existe également des critiques relatives à l'utilisation d'une fusion horizontale comme moyen d'atteindre l'efficience car la mise en oeuvre du processus de restructuration comporte des problèmes et pose des risques à la position commerciale de l'entreprise sur le long terme.

3.2.2. Economies d'échelle et avantage concurrentiel : une relation ambivalente

La réalisation d'économies d'échelle via les fusions nécessite de prendre des mesures de restructuration au sein des différentes fonctions de l'entreprise difficiles à mettre en oeuvre, et qui, de plus, peuvent avoir des effets pernicieux sur la compétitivité de l'entreprise sur le long terme.

Fonction de production : A l'issue d'un regroupement d'entreprises, certains moyens de production deviennent redondants. Il faut alors désinvestir, par exemple fermer des sites de production, ce qui entraîne des coûts sociaux. Ces coûts sont en principe contrebalancés par les gains monétaires issus de la cession des actifs (si cession des actifs il y a, et non simple destruction) et par les gains de productivité générés par la rationalisation des actifs. La rationalisation des actifs de production nécessite de mettre en oeuvre une politique de production centralisée (spécialisation des sites, fusion d'établissements, transfert d'équipements), et d'opérer, par conséquent, un arbitrage entre productivité et flexibilité. Dans le domaine du secteur automobile par exemple, l'étude réalisée par Albernathy (1988) met en évidence l'existence du "dilemme de la productivité" auquel doivent faire face les constructeurs automobiles : les gains de productivité générés par l'adoption de techniques hautement capitalistiques ayant des effets pernicieux sur la flexibilité et la capacité d'innovation. Par ailleurs, cette centralisation de la politique de production, en favorisant la fabrication de produits standardisés, comporte des risques sur le plan commercial. En effet, en raison de la diversité des attentes du client final et des exigences des distributeurs soucieux de proposer une offre diversifiée à leur clientèle, l'augmentation de la standardisation de la production peut entraîner

une déperdition des parts de marché. Mueller (1985) a montré que les fusions horizontales peuvent conduire à une baisse de la part de marché de l'entreprise acquéreuse.

Recherche et développement : La recherche d'économies d'échelle en recherche et développement passe le plus souvent par la constitution d'unités de recherche de taille plus importante ou par la spécialisation des unités de recherche et comporte également des risques à moyen et à long terme. Une fusion peut avoir des effets négatifs sur la capacité d'innovation de la nouvelle entité en réduisant la productivité des chercheurs (Mansfield, 1968, Scherer, 1980). Comme il a été souligné précédemment, l'augmentation de la taille de l'entreprise et la centralisation des fonctions de R & D, à l'issue de la fusion, accroissent la formalisation des tâches et favorisent le recours aux procédures bureaucratiques, peu propices au développement de la créativité. L'absorption de petites entreprises innovatrices au sein d'un grand groupe peut se traduire par une perte d'une culture de "champions" - *"championing culture"* - (Burgelman et Maidique, 1988). Cette démotivation incite certains chercheurs à quitter l'entreprise pour rejoindre des organisations de taille plus petite. Sur le plan empirique, l'étude de Hitt, Hoskisson, Ireland et Harrisson (1991) montre qu'à la suite d'une acquisition, la capacité d'innovation (mesurée en nombre de brevets déposés) décroît en raison d'une baisse relative des investissements en R&D proportionnellement au chiffre d'affaires. Cette recherche montre que même si les dépenses de R&D augmentent en valeur absolue après l'acquisition, l'intensité des efforts en innovation (R&D/CA) baisse comparativement à celle des concurrents. La baisse relative des dépenses de R&D diminue la probabilité de générer des innovations. Cette relation positive entre l'intensité des efforts de R & D (R&D/CA) et la production d'innovations (mesurée, par exemple, par le nombre de brevets déposés) a été vérifiée par de nombreuses études (Acs et Audretsch, 1988 ; Jaffe, 1986 ; Schmookler, 1966 ; Hitt et *al.*, 1991). De plus, la baisse des dépenses de R&D est d'autant plus significative que cette fonction devient, à l'issue

de la fusion, le parent pauvre dans l'affectation des ressources financières de l'entreprise . En effet, en permettant l'accès immédiat à une part de marché supplémentaire, à un nouveau marché, à de nouveaux produits, l'acquéreur achète des facteurs de croissance et les investissements de R & D deviennent, juste après l'acquisition, moins impératifs. Il semblerait que les firmes opèrent, sur la base de leurs contraintes financières, un arbitrage entre l'investissement dans une politique de croissance externe et celui dans des activités de R & D (Burgelman, 1986 ; Hitt et *al.*, 1990 et 1991).

> *"It appears to be a tradeoff between investments in acquisitions and investments in activities like R & D... Acquisitions would thereby lower managers 'incentives for first developing new products and process ideas and then carrying them to fruition. Thus, acquisitions may reduce both investment in R & D and R & D outputs, reduction that in term can have a negative effect on a firm's long-term performance".*
> In Hitt et *al.* 1991. Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs. *Academy of Management Journal.* Vol 34 : 693-706.

Fonction marketing : En ce qui concerne la rationalisation des actifs commerciaux, il a été précédemment souligné d'une part, l'existence de déséconomies de gamme, et d'autre part, les conséquences sur les parts de marché d'une homogénéisation de l'offre, ou d'une fusion des marques ou gammes de produits. Ainsi, les économies réalisées sur les dépenses de promotion des produits par une rationalisation des gammes de produits, des marques et des réseaux commerciaux, doivent également être appréhendées au regard de leurs conséquences sur les parts de marché. La restructuration d'une gamme de produits est délicate à gérer en raison du risque de cannibalisation des produits entre eux. La fusion des marques est une opération risquée car ses effets sur les parts de marché sont sensibles et immédiats. Le maintien de plusieurs marques concurrentes fortes au sein d'un même groupe constitue un atout incontestable, notamment si leurs images sont complémentaires (maintien au sein du groupe SEB des marques SEB, Rowenta, Calor et Tefal, par exemple). Par ailleurs, le maintien de marques différenciées représente une sécurité si l'entreprise vient à faire face

à un problème d'image sur une de ses marques, car la clientèle se reportera en partie sur une des autres marques du groupe. Les économies sur les coûts d'entretien et de promotion des marques semblent limitées et résident essentiellement dans la suppression des marques à faible notoriété. Par ailleurs, on soulignera que l'absorption d'une marque peu connue par une marque à plus forte notoriété, ou le regroupement de petites marques sous une nouvelle marque commune, comporte également des risques. En effet, la disparition de certaines petites marques à forte notoriété locale ou régionale peut conduire à une déperdition des parts de marché qui n'est pas forcément compensée par le report des consommateurs sur une marque développée sur le plan national.

La fusion des réseaux commerciaux de deux entreprises concurrentes est également difficile à mettre en oeuvre en raison des blocages psychologiques du personnel commercial, et peut avoir des effets délétères sur les parts de marché (cas de Peugeot-Chrysler, par exemple). La fusion des services commerciaux est moins complexe si les produits sont complémentaires (cas de l'intégration des produits d'Union Carbide Agrochimie dans les réseaux de commercialisation de Rhône-Poulenc).

Les services administratifs et logistiques : Ces fonctions périphériques de l'entreprise sont celles qui sont les moins dangereuses à rationaliser dans la mesure où elles n'ont pas d'effets immédiats sur le marché (notamment dans les secteurs manufacturiers auxquels nous nous intéressons plus particulièrement dans le cadre de ce travail). Cette rationalisation ne concerne pas directement le coeur du métier de l'entreprise mais elle peut toutefois générer une certaine rigidité organisationnelle.

Ainsi, les économies réalisées grâce à la rationalisation des actifs de production, de R & D, de marketing et des services administratifs et logistiques, ne garantissent pas systématiquement un renforcement sur le long terme de la position concurrentielle de la nouvelle entité par rapport à ses

concurrents. La recherche de gains de productivité par la centralisation des différentes fonctions de l'entreprise comporte des risques liés à l'homogénéisation de l'offre, à la perte de souplesse de l'entreprise et à la baisse de productivité des services commerciaux et de R & D.

Enfin, on notera qu'en raison de la similarité des produits, des redondances induites par le regroupement d'activités concurrentes, et de la nécessité de rationaliser et d'intégrer les fonctions des entreprises fusionnantes pour réaliser les économies d'échelle, les fusions horizontales sont vécues de façon plus dramatique que d'autres types de fusions (de type congloméral, par exemple), où l'autonomie de l'entreprise acquise est en grande partie préservée. Les conséquences humaines et organisationnelles des fusions horizontales se traduisent généralement par 1) une réduction excessive des effectifs, 2) le départ des cadres de la cible et, enfin, 3) des risques de démotivation du personnel.

1) Le dégraissage excessif : L'une des façons les plus simples et les plus rapides de réduire les coûts est de licencier le personnel devenu en sureffectif à l'issue de la fusion en raison de la redondance de nombreux services. Bien que l'acquisition représente un moment opportun pour procéder à une réduction des effectifs, Moss Kanter (1992) nous met en garde contre la tendance systématique au dégraissage à l'issue d'une acquisition et met en évidence les deux écueils suivants:

- Le premier qui consiste à penser que les gains de productivité, à l'issue d'une fusion, vont résulter systématiquement de la réduction des effectifs et de celle du nombre d'échelons hiérarchiques. Un encadrement réduit n'est pas synonyme d'un meilleur encadrement.
- Le second qui consiste à croire que la réduction des effectifs est d'autant plus efficace qu'elle est draconienne. Une entreprise trop "dégraissée" s'expose à des défaillances quant à son fonctionnement opérationnel, à son potentiel d'innovation et à sa capacité à se développer sur de nouveaux marchés.

2) Le départ des cadres de l'entreprise acquise : Le départ des cadres clés de l'entreprise acquise constitue une menace au bon déroulement de la mise en oeuvre du regroupement. Certains cadres démissionnent car ils sont en désaccord avec la politique de changement entreprise par l'acquéreur ; d'autres car ils vivent l'acquisition comme un constat d'échec et la sanction d'une mauvaise gestion ; enfin les derniers car ils ont le sentiment d'être écartés des centres de responsabilité. L'intrusion de l'acquéreur dans la gestion des différentes fonctions de l'entreprise acquise est d'autant plus forte que les activités entre les deux entreprises sont similaires (cas des fusions horizontales). De par sa connaissance de l'environnement concurrentiel et technologique, l'acquéreur se sent légitime d'intervenir dans la gestion de l'entreprise acquise. Face aux diverses manifestations du pouvoir de l'acquéreur (détachement au transfert de cadres dirigeants vers l'entreprise acquise, mise en place d'un système de contrôle financier selon les normes de l'acquéreur, inflexions de la stratégie, etc....), le personnel de l'entreprise acquise se sent agressé. Du côté de l'acquéreur se manifeste un sentiment d'arrogance qui inhibe tout échange, tandis que du côté de la cible se développe un complexe d'infériorité qui interdit toute participation (Barthelemy et Metz-Larue, 1991).

A partir d'un échantillon constitué de 130 acquisitions, Walsh (1988) a montré que le taux de départ des cadres dirigeants de l'entreprise acquise au cours de la première année du regroupement s'élevait à 25 %, tandis qu'il n'était que de 2 % pour les entreprises n'ayant pas fait l'objet d'une prise de contrôle. Cette étude corrobore par ailleurs les travaux de Pfeffer (1981) qui montrent que les cadres dirigeants sont ceux qui quittent l'entreprise acquise le plus rapidement. En revanche, contrairement aux prédictions de Pitts (1976) et Drucker (1981), les résultats de Walsh (1988) ne valident pas l'hypothèse selon laquelle il existerait une relation entre le taux de départ des cadres

dirigeants de la cible et la nature du regroupement.

3) Démotivation du personnel : La démotivation du personnel à l'issue de la fusion est accentué dans le cas de regroupement d'entreprises appartenant à un même secteur d'activité, en raison des rationalisations attendues. Plus généralement, les causes de démotivation sont liées au malaise des salariés de la cible dont les principaux symptômes constatés sont : un sentiment d'angoisse lié à l'incertitude du devenir collectif et individuel, le syndrome vainqueur/vaincu, les chocs culturels, le refus des intrusions, les difficultés de communication (Barthelemy et Metz-Larue, 1991).

Ainsi, les recherches entreprises sur la gestion du processus et mise en oeuvre post-fusion montrent que le succès d'une fusion horizontale dépend en grand partie d'un juste équilibre à atteindre entre une centralisation excessive - permettant de maximiser la réduction des coûts mais pouvant aussi conduire à la destruction de compétences internes et à des risques de perte de parts de marché - et un maintien de l'autonomie entre l'acquéreur et la cible - assurant uns stabilité organisationnelle mais ne permettant pas la réalisation de synergies opérationnelles - (Haspeslagh et Jemison, 1991). Au delà de ces limites de nature organisationnelle, les économistes industriels conditionnent l'efficacité des fusions horizontales aux caractéristiques sectorielles.

3.2.3. Conditions de validité de l'approche fondée sur l'efficience : les apports de l'économie industrielle

Comme nous l'avons souligné dans la rubrique précédente, l'efficience de l'entreprise augmente, à la suite d'un accroissement de l'échelle de ses opérations, si au moins deux conditions sont remplies : 1) les économies d'échelle ne sont pas surcompensées par des déséconomies d'échelle

à partir d'un certain niveau de complexité organisationnelle (Marshall, 1920) et 2) les unités de production de biens et les services sont restructurées de façon à atteindre l'objectif d'efficience poursuivi. Cependant, ce processus de restructuration peut se révéler coûteux sur le plan organisationnel et financier, ce qui constitue un frein au recours à la croissance externe. En raison du prix de l'acquisition et du coût de restructuration des actifs des entreprises fusionnantes, la croissance interne semble plus appropriée à l'exploitation d'économies d'échelle que la croissance externe. Scherer (1970) estime qu'il n'est pas pertinent pour une firme d'augmenter l'échelle de ses opérations en rachetant un concurrent dont les actifs sont installés à un endroit géographique différent, sont déjà atteints d'une certaine obsolescence et n'ont pas forcément la taille minimale optimale requise. L'acquéreur a plutôt intérêt à développer d'emblée de nouvelles capacités de production en fonction de la taille minimale optimale. Scherer en déduit que la recherche d'économies d'échelle ne peut constituer l'unique motivation conduisant les entreprises à racheter un concurrent. La seule explication plausible qui justifie de telles restructurations réside dans l'existence d'une surcapacité sectorielle. En effet, dans un tel contexte, la fusion devient alors un moyen pour l'entreprise de réaliser des économies d'échelle sur un volume de production plus important tout en évitant de rajouter des capacités supplémentaires dans l'industrie, comme l'illustrent les propos de Scherer :

> *"On the question of scale economies imparted by merger there has been an incredible amount of fuzzy thinking, so we must proceed contiously. A good starting point is to recall that the bulk of all scale economies in production are realized at the plant level ; multi-plant production and physical distribution economie of scale appear to be modest or nonexistent. Suppose then that two previously independent plants producing the same product are brought under the same corporate shell. What economies of scale will be realized ? The answer must be : little or none. The plants are already built... Given that major changes in plant cost functions cannot be effected as long as the firm is committed to existing physical facilities, the case for plant scale economies rests on the ability of the merged firm to build a bigger new plant. This is definitely possible. But if a new plant mus be built, why should the*

acquiring firm waste its resources buying out a plant of suboptimal scale, instead of proceeding forthwith to the construction of the efficient plant ? Again, the answer turns on monopoly elements. The firm may perceive that adding the output associated with a new plant of minimum optimal scale to existing industry output would underly depress the price - a perception compatible only with a monopolistic or oligopolistic mentality (cf. Heflebower, 1963). There simply does not appear to be much opportunity to realize plant scale economies through merger, unless an interaction with monopoly elements exists. Many European economists who exude enthusiasm over the benefits of mergers overlook this point because they take for granted a business environment which has tolerated and even welcomed monopolistic restrictions for nearly a century".
In F.M. Scherer, 1970. *Industrial market structure and economic performance*, Rand McNally 2 Company, pp. 116-117.

Ainsi, la réalisation d'économies d'échelle via les fusions est appropriée dans les secteurs où il existe des capacités de production excédentaires. La fusion permet alors d'augmenter l'échelle des opérations de l'acquéreur sans ajouter de capacités supplémentaires sur le marché (contrainte d'autant plus forte que le secteur est stable ou en déclin). Williamson (1968) estime qu'à l'issue d'une fusion, la probabilité pour que les actifs de production soient restructurés de façon significative est élevée si le secteur dans lequel la fusion se déroule subit d'importantes modifications sur le plan de la demande ou de la technologie, ou si les entreprises du secteur doivent ajuster des plans d'investissements fondés sur une croissance anticipée plus élevée que la croissance réelle.

Cependant, si l'objectif poursuivi par l'acquéreur se limite à réduire la surcapacité sectorielle, on ne voit pas dans quelle mesure l'acquisition permettrait d'améliorer l'efficience des facteurs de production. D'un point de vue empirique, Scherer souligne l'intérêt de distinguer les fusions motivées par la simple recherche d'un pouvoir de marché via la réduction des capacités (fermetures d'usines - "*economy of rationalization*") et les fusions poursuivant à la fois un objectif de pouvoir de marché et d'efficience (fermetures d'usines accompagnées d'une recombinaison des actifs de l'acquéreur et

de la cible - "*real economies of scale*"). En s'appuyant sur les conclusions de l'étude de Leslie Cook réalisée en 1958 sur les fusions dans l'industrie britannique, Scherer montre que les gains qui avaient été attribués aux économies d'échelle correspondent en fait en majeure partie à des gains de pouvoir de marché issus de la réduction des capacités excédentaires via la simple fermeture de sites de production ou de destruction d'actifs, et non pas à une efficience accrue des facteurs de production.

Ainsi dans les secteurs parvenus à maturité ou en déclin, la nécessité de réduire la surcapacité fournit aux entreprises fusionnantes l'opportunité de recombiner leurs actifs de façon plus efficiente en se répartissant des actifs obsolètes et en regroupant ou en spécialisant les actifs les plus performants ("*state-of-the-art capabilities*", Dutz, 1989). En revanche, dans un secteur où la surcapacité n'existe pas, les incitations et possibilités de restructurer les actifs sont limitées dans la mesure où ces derniers sont pleinement utilisés pour répondre aux pressions exercées par la demande.

> *"The output restriction gives the opportunity to reap "matching economies". A trend decline in demand for a product leading to chronic excess sunk capital might provide opportunities for sizeable savings through mergers... In an oligopolistic industry where each firm has a mix of artmoded and state-of-the-art technology, two firms may have an incentive to merge in order to combine the better parts of each firm's plant when industry demand declines. Merger is a means to reorganize assets into a more efficient configuration by combining, specializing, lengthening production runs, and minimizing duplications without adding any additional capacities. Without any overcapacity, firms utilizing their assets at full capacity have no incentives to iddle some older vintage capacity. So there is no efficiency gain from rearranging assets through merger".*
> In Dutz, M. 1989. Horizontal merger in declining industries : theory and evidence. *International Journal of Industrial Organization*, 7, pp. 11-33.

D'un point de vue empirique, l'étude réalisée par Anand et Singh (1995) montre que, dans le secteur américain de la défense caractérisé par un déclin de la demande, les fusions réalisées entre

concurrents, accompagnées d'une rationalisation des capacités de production et d'ur
des actifs sur la base d'une spécialisation des ressources, ont affiché des perform
à celles des fusions de diversification. Cette étude confirme l'idée selon laquelle les fusions motivées par la recherche d'une efficience accrue peuvent être viables d'un point de vue économique dans les secteurs stables ou en déclin, caractérisés par une surcapacité sectorielle.

Si l'objectif de réalisation d'économies d'échelle est justifié dans un secteur en surcapacité, les économistes industriels ont cependant mis cet objectif au second plan des motivations des fusions derrière celle d'augmenter le pouvoir de marché, comme nous allons le montrer dans la rubrique qui suit.

3.3. EFFETS DES FUSIONS HORIZONTALES SUR LE POUVOIR DE MARCHE

A partir des années trente, un corpus théorique, émergeant de l'Economie Industrielle a approfondi l'analyse de la dynamique entre les quantités produites et les prix, et notamment la relation entre le degré de concentration d'un secteur et le pouvoir de marché (Chamberlin, 1933, Mason, 1939, Bain, 1951). A partir des années cinquante, ces recherches ont plus spécifiquement examiné la relation entre les structures de marché et le comportement de fixation des prix des entreprises, et, *in fine*, la performance économique. La première recherche, entreprise par Bain (1951) a montré, à partir d'un échantillon de quarante-huit secteurs américains, que les profits des firmes appartenant aux secteurs très concentrés étaient significativement supérieurs à ceux des firmes appartenant à des secteurs moins concentrés, suggérant l'existence de l'exercice d'un pouvoir de marché des firmes dominantes - les secteurs dont les huit premières firmes représentaient plus de 70 % du marché

affichaient un profit moyen de 12,1 % tandis que ceux dont le taux de concentration était inférieur à 70 % enregistraient un profit moyen de 6,9%. Une série ultérieure de recherches similaires (Collins et Preston, 1961; Weiss, 1974) ont corroboré les résultats de la recherche de Bain.

Dans cette perspective, les fusions horizontales, en raison de leurs effets immédiats sur la concentration, ont été considérées par les économistes industriels comme un moyen privilégié pour l'acquéreur d'améliorer ses profits en augmentant son pouvoir de marché. Le pouvoir de marché peut se définir comme la capacité d'une entreprise à agir dans une mesure appréciable indépendamment de ses concurrents, de ses clients et, en dernier ressort, des consommateurs. Le pouvoir de marché se traduit par la capacité d'une firme à réduire de façon discrétionnaire les quantités produites afin de pouvoir augmenter ses prix.

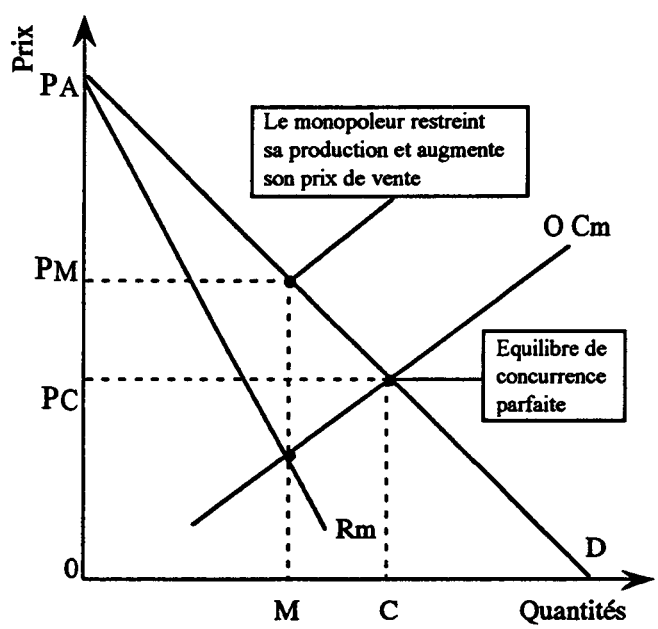
3.3.1. Rappels micro-économiques de fixation des prix

Afin de mettre en évidence le lien entre pouvoir de marché et taille, il convient de revenir aux deux modèles de référence de la micro-économie : le monopole et la concurrence pure et parfaite. Ces deux modèles représentent des situations extrêmes de fixation des prix. Dans le cas du monopole, la firme dispose de toute la liberté pour fixer ses prix ("*price maker*"). A l'inverse, dans une situation de concurrence pure et parfaite, la firme ne dispose d'aucun pouvoir pour fixer ses prix, qui sont le résultat des mécanismes concurrentiels de l'offre et de la demande ("*price taker*"). A long terme, la firme en concurrence parfaite doit produire de façon efficace (au minimum de son coût moyen), et voit ainsi ses profits s'effriter. Le monopole ne subit pas ses contraintes et peut maintenir son niveau de profit. Dans ce cas du monopole, la taille relative de la firme par rapport au marché est grande, tandis que dans une situation concurrentielle, elle est faible. Ces deux modèles simplificateurs permettent de montrer que le pouvoir de fixer les prix sur le marché est directement lié à la taille

relative de l'entreprise par rapport au marché. Le premier essai pour démontrer mathématiquement qu'une concentration aboutit à une liberté de prix, c'est-à-dire au pouvoir de fixer un prix supérieur à celui du marché, a été mené par Cournot (1838), aussi bien pour le cas du monopole que pour celui de l'oligopole. Le prix doit être fixé au niveau qui maximise le profit (ou le profit joint dans le cas d'un oligopole) et annule par conséquent la recette marginale. Ainsi, plus le secteur est compétitif, plus les profits auront tendance à être nuls (la recette marginale sera égale au coût marginal). Le monopole représente donc la structure de marché la plus attrayante pour les entreprises dans la mesure où il permet de fixer des prix supérieurs à ceux du marché grâce à une restriction discrétionnaire de l'offre. La figure 3 présentée ci-dessous illustre les deux modèles de fixation des prix.

FIGURE 3

Comparaison entre le monopole et la concurrence



D : demande du marché
O : offre du marché
Rm : recette marginale du monopoleur

In Parkins, M., Fluet, C.D. et Bade, R. 1992. *Introduction à la micro-économie moderne*, Eds ERPI, Montréal.

En concurrence parfaite, le marché est en équilibre au point d'intersection de la courbe d'offre et de la courbe de demande : la production totale s'élève alors à C et le prix à PC - rappelons que la courbe de coût marginal d'une entreprise en concurrence parfaite est la même que sa courbe d'offre.

Supposons maintenant qu'une seule entreprise achète l'ensemble de ses petits concurrents (situation de monopole) sans modifier ses méthodes de production : ses coûts sont donc identiques à ceux des entreprises individuelles qu'elle achète (sa courbe de coût marginal se confond avec l'ancienne courbe d'offre, c'est-à-dire avec la courbe d'offre du marché en concurrence parfaite avant la fusion des entreprises). En revanche, l'ensemble nouvellement constitué peut faire varier le prix en modifiant le volume de production. Pour maximiser son profit, la nouvelle entreprise choisit le niveau de production qui égalise sa recette marginale au coût marginal de production. Ainsi, si une entreprise achète toutes les entreprises d'un marché parfaitement concurrentiel, et que cette opération n'a aucune incidence sur les techniques utilisées ni sur les prix des facteurs de production, le monopoleur vendra plus cher et produira moins que les entreprises qu'il remplace. Une telle situation conduit à une redistribution des gains à l'échange, au profit du producteur et au détriment des consommateurs qui payent plus cher ce qu'ils achètent à des quantités plus réduites.

La monopolisation d'un marché offre donc des possibilités de profit qui n'existent pas dans une situation de concurrence pure et parfaite où les entreprises sont condamnées à ne réaliser que des profits sur le court terme. En effet, la libre entrée de nouveaux concurrents, dans des secteurs particulièrement rentables, conduit les profits à devenir quasiment nuls sur le long terme. Ce sont donc les barrières à l'entrée qui protègent les monopoles et qui permettent de faire des profits économiques, même à long terme. Ainsi, les entreprises sont fortement tentées de constituer des monopoles. On appelle "recherche de rente" l'ensemble des actions engagées par les entreprises dans

le but de se rapprocher d'une situation monopoliste.

Selon les économistes industriels (Bain, 1956, Scherer, 1970, Jacquemin, 1980), si les contraintes relatives à la législation antitrust n'existaient pas, les entreprises seraient tentées d'éliminer l'ensemble de leurs concurrents afin d'acquérir une rente monopolistique. Cependant, cette tentation monopolistique, contrainte par les facteurs institutionnels et également financiers, est substituée par des jeux collusifs entre un nombre limité d'entreprises au sein d'oligopoles dont la concentration est forte ("*tight oligopoly*"). Trois perspectives théoriques nous permettent d'approfondir le phénomène de la collusion : le modèle de l'oligopole, le modèle de la firme dominante et la notion "d'échanges de menaces tacites" ("*mutual forbearance*", Edwards, 1955).

3.3.2. Le modèle classique de l'oligopole

La capacité d'augmenter les prix au-dessus des prix du marché, via l'élimination de la concurrence, peut être atteinte si les concurrents s'entendent pour maximiser conjointement leurs profits. La théorie de l'oligopole montre que le regroupement de concurrents favorise la collusion face aux consommateurs. La réduction du nombre de concurrents sur le marché favorise la prise de conscience de l'interdépendance réciproque des décisions entre les concurrents et facilite la mise en oeuvre d'une politique qui vise à assurer le maximum de profits joints. Chamberlin (1929) conjecturait que, dans un oligopole composé de firmes identiques qui fabriquent un produit homogène, les firmes chercheraient à établir le prix de monopole qui maximise le profit de l'ensemble de l'industrie. En effet, un nombre limité d'acteurs au sein d'une industrie favorise l'identification de concurrents produisant des produits substituables et la reconnaissance d'intérêts communs, conduisant ces entreprises à être interdépendantes (Chamberlin, 1933).

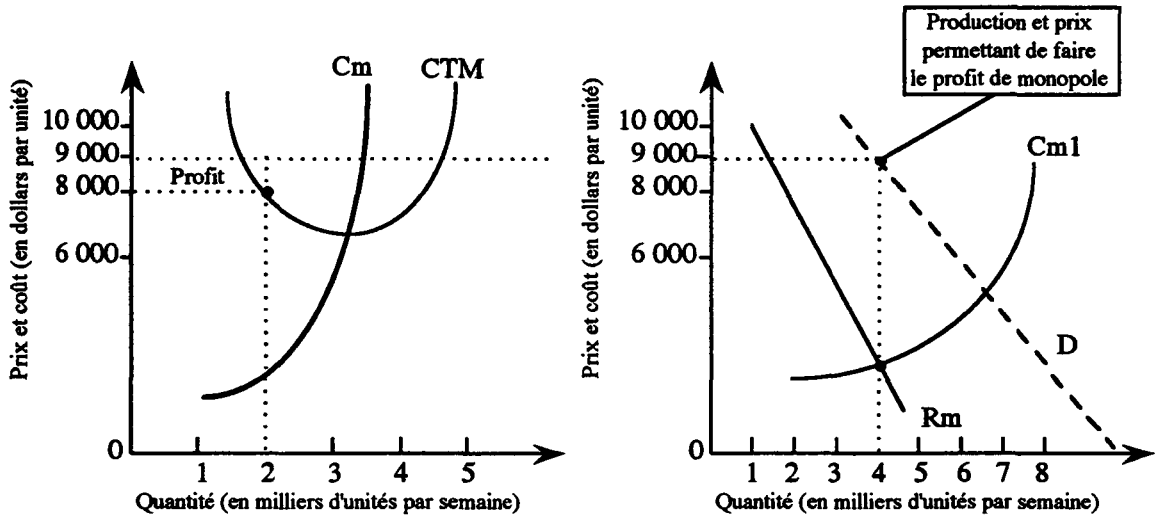
"If each seeks his maximum profit rationally and intelligently, he will realize that when there are only two or a few sellers, his own move has a considerable effect upon his competitors, and that this makes it idle to suppose that they will accept without retaliation the losses he forces upon them. Since the result of a cut by any one is inevitably to decrease his own profits, no one will cut, and although the sellers are entirely independant, the equilibrium result is the same as though there were a monopolistic agreement between them"
In Chamberlin, E.H. 1933. *The Theory of Monopolistic Competition*, Cambridge : Harvard University Press.

Dans la filiation des travaux de Chamberlin, Stigler (1964) a développé une théorie de l'oligopole qui montre que l'efficacité d'une collusion au sein d'un secteur est fonction du nombre et de la dimension relative des vendeurs. En effet, plus le nombre de compétiteurs est élevé et plus leur taille relative est équivalente, plus la probabilité qu'une collusion soit efficace est faible. Dans le cas du duopole, une collusion peut être considérée parfaitement efficiente si la somme des profits des deux entreprises est égale aux profits d'un producteur en situation monopolistique. Pour approfondir d'un point de vue théorique la relation qui existe entre la collusion et le profit de monopole, nous allons présenter un modèle simplifié d'une situation de duopole.

En partant de l'hypothèse que les deux entreprises constituant le duopole s'entendent pour maximiser conjointement leur profit, les deux entreprises poursuivent les mêmes objectifs qu'un monopoleur. La figure 4, présentée ci-dessous, indique le prix et le volume de production qui permettent de maximiser le profit total des duopoleurs. Le graphique (a) illustre la situation de l'un ou l'autre des deux duopoleurs ; le graphique (b) illustre la situation de l'industrie dans son ensemble. On constate que pour maximiser le profit total du duopole les deux entreprises doivent déterminer le niveau de production qui assure l'égalité entre le coût marginal et la recette marginale de l'industrie (c'est-à-dire 4 000 unités dans l'exemple ici présenté, soit 2 000 unités pour chaque entreprise).

FIGURE 4

La collusion comme instrument de maximisation du profit



(a) Une entreprise (b) L'industrie

Cm1 : courbe de coût marginal de l'industrie
Rm : recette marginale de l'industrie
CTM : courbe de coût total moyen de l'entreprise
Cm : courbe de coût marginal de l'entreprise
D : courbe de demande totale

In Parkins, M., Fluet, C.D. et Bade, R.. 1992. *Introduction à la micro-économie moderne*, Eds ERPI, Montréal.

Comme le montre la figure ci-dessus, un duopole dans lequel les deux entreprises parviennent à maximiser conjointement leur profit en se partageant équitablement le marché ne se distingue guère d'une situation de pur monopole. Toutefois, il est extrêmement rare de parvenir à des situations de collusion parfaite dans la mesure où, sur le court terme, chaque entreprise est incitée à maximiser son propre profit aux dépens de ses concurrents en abaissant ses prix grâce à une augmentation de la production. Si la demande est élastique au prix, la baisse des prix sera alors compensée par l'augmentation des parts de marché (en supposant que l'augmentation du volume de production permette de réaliser des économies d'échelle supplémentaires).

Pour limiter les risques de comportements opportunistes, il est préférable que le nombre de compétiteurs au sein d'un secteur soit limité. En effet, plus le nombre d'acteurs au sein d'un secteur est limité, plus il sera facile de s'entendre et de se contrôler mutuellement. Stigler (1964) a montré que les coûts de surveillance des accords collusifs sont négativement corrélés au nombre d'entreprises présentes au sein du secteur d'activité. Ainsi, en réduisant le nombre de firmes au sein d'un secteur, les fusions horizontales augmentent la probabilité de mettre en place une collusion efficace et de réaliser des profits de nature monopolistique.

En soulignant la relation entre concentration et collusion, les travaux des économistes industriels sur l'oligopole montrent qu'au-delà de la création d'une position dominante *per se*, l'appréciation des effets de la concentration doit également tenir compte de l'évolution des rapports collusifs au sein du secteur et de l'impact sur la position collective dominante.

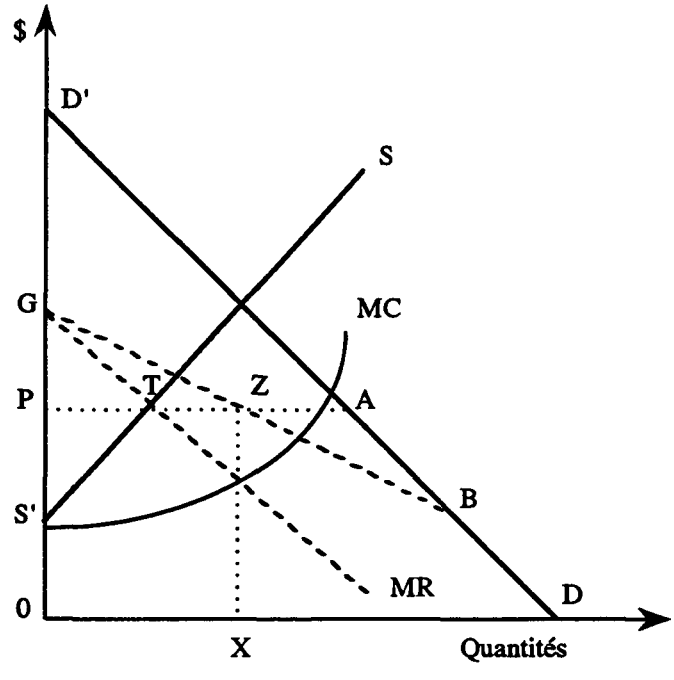
3.3.3. Le modèle de la firme dominante

Le modèle de la firme dominante est une variante du modèle classique de l'oligopole. Il fut, à l'origine, développé en 1908 par Karl Forchheimer. Ce modèle décrit la situation d'un secteur composé d'une seule firme dominante et d'un groupe de petites firmes concurrentielles ("*a competitive fringe of firms*"). L'acquisition d'un ou de plusieurs concurrents peut permettre à l'acquéreur d'accéder à une position dominante au sein du secteur ou d'y renforcer sa position dominante. En contrôlant une part de marché supplémentaire, l'entreprise dominante accroît son pouvoir sur le contrôle des quantités offertes. La baisse de l'élasticité de la demande au prix générée par une baisse des quantités offertes permet à l'acquéreur de bénéficier de profits monopolistiques supplémentaires. Face à la stratégie de la firme dominante, les petits concurrents peuvent bénéficier de l'ombrelle des prix ("*umbrella pricing*") en alignant leurs prix sur ceux du leader, ce qui leur

permet également de jouir de profits monopolistiques. A l'inverse, ils peuvent adopter une stratégie concurrentielle en augmentant leur production et en proposant un prix de marché inférieur à celui fixé par l'entreprise dominante. Dans ce second cas de figure, l'entreprise dominante doit connaître le potentiel de production des petits concurrents et leur structure de coût. En effet, si l'entreprise dominante fixe un prix inférieur au minimum du coût variable moyen, aucune offre ne sera produite par les petits concurrents. En revanche, plus l'entreprise dominante fixe des prix supérieurs au minimum du coût variable moyen des petites entreprises, plus ces dernières seront incitées à produire. L'entreprise dominante doit donc proposer un prix qui lui permette de produire les quantités désirées (prix se situant entre le minimum du coût variable moyen des petits concurrents et le prix de marché résultant de la confrontation de l'offre et de la demande dans une situation concurrentielle), comme le montre le schéma ci-dessous.

FIGURE 5

Modèle de la firme dominante



DD' : demande du marché
S'S : offre du marché
GMR : recette marginale de la firme dominante
MC : coût marginal

In Scherer, F.M. 1970. *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand McNally & Company, Chicago.

Si la firme dominante fixe son prix au niveau OS', aucune production ne sera réalisée par les petits concurrents (car le prix est inférieur au minimum du coût moyen variable des petits producteurs). Si le prix proposé devient supérieur à OS', les petits compétiteurs produiront la quantité qui égalise le coût marginal à la recette marginale. Si la firme dominante fixe son prix au niveau ON, les petits compétiteurs produiront l'ensemble des quantités demandées par le marché. Si le prix est fixé entre OS'et ON, la quantité produite sera réalisée par la firme et les petits producteurs dans des proportions respectives variant en fonction du prix fixé : GBD représente la courbe de demande de la firme dominante. Compte tenu de sa courbe de demande, la firme dominante maximise ses profits en produisant la quantité OX à un prix OP. Au prix OP, la firme dominante produit la quantité OX (égale à PZ), tandis que l'ensemble des petits concurrents produit la quantité ZA (égale à PT).

L'ombrelle des prix créée par le leader incite les petites entreprises à ne pas recourir systématiquement à la guerre des prix lorsque des problèmes de surcapacité apparaissent. L'ombrelle des prix leur permet de maintenir une marge commerciale plus élevée, qui compense en partie la baisse de la recette induite par la baisse des quantités vendues. On notera, à cet égard, que l'acquisition peut être un moyen, pour le leader, de contrôler un petit concurrent enclin à déclencher des guerres de prix en refusant de se soumettre à une discipline collective (plus ou moins tacite) en matière de prix (élimination des "*mavericks*", Loescher, 1959). Ainsi, dans un contexte d'une demande stagnante ou en déclin, les petits producteurs, qui sont les premiers tentés de casser les prix, constituent les cibles privilégiées des firmes dominantes qui cherchent à maintenir leur marge commerciale. Ces fusions remplissent le rôle des célèbres cartels apparus à la fin du XIXe siècle aux

Etats-Unis, dont l'objectif se limitait, dans un contexte de crises de surproduction récurrentes, à contrôler les quantités produites afin de stabiliser les prix. Par exemple dans la chimie de base, les acquisitions, en stabilisant l'offre, font remonter les prix de l'ensemble du secteur (cas de ECS-Akzo Chimie, par exemple).

Si le cadre de l'approche traditionnelle de l'Economie Industrielle est limité à un seul marché de référence, les travaux plus récents appréhendent la notion de pouvoir de marché dans un contexte élargi intégrant des marchés différents (*"multi-point competition"*).

3.3.3. L'exercice d'un pouvoir de marché sur plusieurs marchés (*"multi-point competition"*) ou l'hypothèse d'échange de menaces tacites (*"mutual forbearance"*)

La notion de "*mutual forbearance*" a été développée par Edwards en 1955 à partir de son étude visant à examiner le comportement stratégique des entreprises conglomérales japonaises ("*zaibatsu*"). Edwards a constaté que la présence des entreprises conglomérales sur différents marchés géographiques et dans plusieurs secteurs d'activité conduisait ces dernières à adopter une attitude peu agressive entre elles (*"live-and-let-live attitude"*). Cette attitude collective s'explique par le fait qu'une stratégie concurrentielle agressive, menée par une firme sur un marché où cette dernière jouit d'une forte position concurrentielle, peut s'accompagner de mesures de représailles (guerre des prix, par exemple) mises en oeuvre par ses concurrents, dans un secteur où la position concurrentielle de l'entreprise est plus fragile. Ainsi, plus les entreprises conglomérales sont présentes sur des marchés géographiques ou dans des secteurs similaires, plus ces entreprises sont tenues collectivement à ne pas se concurrencer frontalement en raison de la peur de représailles sur des marchés où les entreprises concurrentes jouissent d'une position concurrentielle supérieure ("*cross-market retaliation*").

La notion de "*mutual forbearance*" (ou de "*spheres of influence*") traduit le fait que l'intensité concurrentielle entre des entreprises appartenant à un même secteur d'activité est négativement corrélée à l'importance de leur présence commune dans d'autres domaines d'activité. Cette notion a été reprise par les chercheurs en stratégie et a alimenté les travaux relatifs à la concurrence multi-marchés ("*multi-point*" or "*multi-market competition*"). Dans cette perspective, la présence d'une entreprise dans différents marchés tend à être vue comme un signal et un mécanisme de dissuasion en vue d'éviter la compétition frontale entre des entreprises diversifiées (Karnani et Wernerfelt, 1985). Compte tenu de la diversité des lignes de produits et/ou des marchés géographiques au sein d'un même secteur, la notion de "*mutual forbearance*" semble également être pertinente pour rendre compte des stratégies concurrentielles mises en oeuvre au sein d'un même secteur d'activité, notamment dans les secteurs où les possibilités de différentiation sont élevées et où les marchés géographiques sont segmentés en zones régionales distinctes (secteur cimentier, par exemple) ou en marchés multi-domestiques (cas de l'industrie agro-alimentaire européenne, par exemple).

Le rachat d'un concurrent peut être un moyen, pour l'acquéreur, d'entrer rapidement sur de nouveaux marchés géographiques, ou d'entrer dans un nouveau groupe stratégique dans lesquels ses concurrents sont présents. Ainsi, une fusion horizontale peut générer des effets conglomeraux dans la mesure où l'accès à de nouveaux marchés peut représenter une sécurité pour l'acquéreur s'il existe un risque que ses concurrents déclenchent une guerre des prix dans une zone géographique ou sur une ligne de produits où l'intensité concurrentielle est élevée. Cependant, on soulignera que la notion de "*mutual forbearance*" appliquée aux fusions horizontales n'a pas fait l'objet, à notre connaissance, de validation empirique.

D'une manière générale, les fusions horizontales sont vues par les économistes industriels comme un moyen de renforcer le pouvoir de marché de l'acquéreur en réduisant le nombre de

concurrents et en éliminant les entreprises qui ne se soumettent pas à une discipline collective tacitement fixée par l'entreprise dominante ou par le groupe des entreprises dominantes. Elles visent *in fine* à favoriser l'efficacité de la collusion entre les concurrents. Par ailleurs, l'accroissement de la taille d'un acquéreur, impliqué dans des rachats d'entreprises de taille importante, permet à ce dernier d'infléchir la politique de prix pratiquée par ses concurrents. Les analyses classiques de recherche d'une position dominante sont, à l'heure actuelle, complétées par des analyses rendant compte de la complexité des relations entre les concurrents appartenant à des secteurs où coexistent plusieurs segments de produits et différentes zones géographiques. Les propos de D. Berlin (1992) rendent compte de ces nouvelles préoccupations :

> *"La mise en évidence d'un pouvoir de domination du fait de la concentration suppose que soit pris en compte l'ensemble des effets de cette dernière, même si ceux-ci peuvent être localisés sur plusieurs marchés distincts. Ainsi que l'on peut s'en rendre compte, une telle analyse dépasse largement la démarche traditionnelle de recherche d'une position dominante (même si par ailleurs les deux approches sont conciliables et même complémentaires). Ainsi peut-on imaginer que le véritable pouvoir de domination fasse sentir ses effets sur d'autres marchés que celui où l'une des entreprises était en position dominante. D'une manière plus précise, les effets horizontaux peuvent être directs et indirects. Ils seront directs lorsque tout ou une partie de l'activité des entreprises s'exercera dans les limites du même marché de référence. Ce sont bien entendu les effets les plus facilement observables car pour l'essentiel ils apparaissent par la prise en compte des parts de marché... Par ailleurs, ces effets horizontaux peuvent être indirects, c'est-à-dire résulter d'une complémentarité dans la gamme des produits offerts. Cette complémentarité peut s'exprimer par l'apport d'un nouveau marché territorial ou d'un nouveau marché matériel. L'apport d'un nouveau marché prend une importance capitale si, comme dans l'affaire Aérospatiale/de Havilland, il conduit à placer la nouvelle entité dans la situation d'offreur présent sur toute la gamme des produits. L'on sait, en effet, que cette situation est un élément important de la puissance économique, surtout si l'entreprise concernée est la seule dans ce cas, et si, comme dans l'affaire Aérospatiale/de Havilland, les caractéristiques de la demande renforcent cet effet".*
>
> In Berlin D. 1992. *Contrôle communautaire des concentrations*. Editions Pedone.

Les modèles théoriques que nous venons de présenter permettent de rendre compte des gains associés à une collusion entre concurrents. Cependant, la fusion ne constitue pas l'unique modalité de mise en oeuvre d'une collusion. Jacquemin et Slade (1989) distinguent plusieurs formes de collusion horizontale : la collusion tacite et les accords explicites (cartel, joint-venture et fusion). Ils reconnaissent que la motivation économique de ces différents modes de collusion peut être identique et qu'il est cependant difficile de trouver des explications qui soient exclusives à chacun de ces modes de collusion. Ainsi, les facteurs d'arbitrage entre ces différentes modalités de mise en oeuvre d'une collusion horizontale n'ont pas été clairement élucidés, comme l'illustrent les propos de Jacquemin et Slade :

> "*Even though in principle the different forms of horizontal collusion are easily distinguishable legal or illegal arrangements, it is not always simple to separate the underlying economic theory into neat categories. For example, the same considerations that might lead to a merger being privately profitable might also lead to the formation of a successful cartel. The division of the subject-matter is therefore sometimes arbitrary*".
> In Jacquemin, A.S., Slade, M.E. 1989. *Handbook of Industrial Organization*, Vol I, Edited by R. Schmalensee et R.D. Willig, Elsevier Science Publishers B.V.

Les approches traditionnelles des économistes industriels, bien établies depuis les années trente et notamment auprès de autorités anti-trust, ont été mises à mal par les approches issues de la Nouvelle Economie Industrielle, reposant sur les apports de la théorie des jeux et de la théorie des coûts de transaction.

3.4. LIMITES DE L'APPROCHE FONDÉE SUR LE POUVOIR DE MARCHE

Les limites que nous allons développer sont de trois ordres :

1) la première, mise en évidence par Baumol (1982), souligne qu'il n'existe pas de relation systématique entre l'augmentation de la part de marché et l'exercice accru d'un pouvoir de marché (3.3.1).

2) la seconde, développée par la théorie des jeux, met en évidence la difficulté d'atteindre un équilibre collusif en raison des incitations à tricher (3.3.2.).

3) enfin, la troisième, inspirée de la théorie des coûts de transaction, montre la difficulté d'observer et de punir les comportements opportunistes (3.3.3.).

3.3.1. Vulnérabilité des barrières à l'entrée : la notion de marché contestable (Baumol, 1982)

L'intérêt originel de Bain (1956) pour la concentration était motivé par l'intuition qu'une forte concentration, en érigeant des barrières à l'entrée au sein du secteur, favorisait la collusion et, par ce fait, entravait le bon fonctionnement des mécanismes concurrentiels. Cependant, depuis le début des années quatre-vingt, les analyses économiques traditionnelles sur les effets pervers des concentrations ont vivement été remises en cause (Berlin, 1992). Ces travaux, en soulignant la distinction entre part de marché et pouvoir de marché ont souligné l'absence de lien direct entre concentration et élimination de la concurrence. Les effets des fusions horizontales sur la hausse des prix et la réduction de l'offre doivent en effet être appréciés en fonction des caractéristiques du marché sur lequel s'exerce la concurrence. Baumol (1982) souligne la nécessité de prendre en considération la nature des barrières à l'entrée (notion de "marché contestable"). Un marché contestable est un marché dont les barrières à l'entrée sont faibles, ce qui préserve le bon fonctionnement des mécanismes concurrentiels grâce à l'existence d'une concurrence virtuelle. Ainsi, certains secteurs peuvent être très concentrés mais n'opposent aucune barrière à l'entrée de nouveaux concurrents. Si l'accès au

marché n'est pas trop coûteux, l'existence ou l'éventualité d'un nouveau concurrent permet de relativiser le pouvoir de marché acquis par les firmes fusionnantes. De Montmorillon (1989) souligne qu'en cas de marché parfaitement contestable, la concurrence du grand nombre n'est pas nécessaire pour garantir l'intérêt du consommateur et que l'oligopole, voire le monopole, peuvent conduire à des équilibres socialement ou collectivement optimaux.Ainsi, l'école des marchés contestables (1982) remet en cause les travaux classiques entrepris par les économistes industriels visant à valider le lien entre augmentation de la concentration et rentabilité (Bain, 1956, Collins & Preston, 1961, Weiss, 1974) en montrant que le maintien du caractère concurrentiel d'un marché est fortement corrélé à son degré d'accessibilité. Il remet par conséquent en cause la relation automatique qui existe entre intensité concurrentielle et le nombre de concurrents.

On peut noter cependant que la critique de Baumol est d'autant plus pertinente que le secteur est en croissance. En effet, dans un secteur en croissance, les barrières à l'entrée sont généralement plus faibles que dans un secteur parvenu à maturité où 1) les préférences des consommateurs sont stabilisées et la fidélité de la clientèle à une marque est plus forte; 2) la surcapacité générée par la stabilisation ou la baisse de la demande constitue une menace forte de représailles face à un nouvel entrant; et, enfin, 3) l'effet d'expérience contraint les nouveaux entrants à produire à une grande échelle.

Les travaux de Baumol suggèrent que l'augmentation de la concentration ne garantit pas systématiquement une augmentation du pouvoir de marché, en raison de la menace que représente les entrants potentiels si les barrières à l'entrée du secteur ne sont pas importantes. De leur côté, les travaux de la Nouvelle Economie Industrielle soulignent le fait que la limitation de l'exercice d'un pouvoir de marché provient essentiellement de la difficulté à organiser une collusion efficace avec les compétiteurs en place.

3.4.2. La difficulté d'atteindre un équilibre collusif : les apports de la théorie des jeux

Si l'économie classique prédit un ajustement à la hausse des prix en situation de concentration croissante, cette vision trop déterministe a été récemment contestée. Comment, en effet, prévoir la la réaction adverse en situation d'oligopole ? Pour Chamberlin (1929), le prix fort s'établit naturellement, sans besoin de collusion formelle, par simple reconnaissance mutuelle de la force de l'autre. Cette thèse a été remise en cause par maints auteurs contemporains (en particulier, Scherer, 1970) qui stipulent qu'un pouvoir de marché ne peut être garanti sans un degré formel de collusion : lorsque deux oligopolistes n'ont pas des fonctions coût-quantité identiques (c'est-à-dire qu'ils sont caractérisés par des coûts marginaux ou des volumes de production différents), l'équilibre collusif naturel est quasiment introuvable. Le célèbre dilemme du prisonnier, que nous allons présenté ci-après, illustre bien la difficulté, en situation d'oligopole, d'aboutir à une hausse des prix sans concertation.

Dans une situation oligopolistique, contrairement à une situation de concurrence pure et parfaite, le nombre restreint d'acteurs place ces derniers dans une relation d'interdépendance stratégique : les décisions de chaque entreprise ont des effets non seulement sur ses propres profits, mais aussi sur ceux des concurrents. Chacun doit ainsi "surveiller" ou prévoir les actions des autres. La spécificité majeure de l'oligopole réside dans l'existence d'interactions stratégiques entre les entreprises : ces dernières sont conscientes de leur interdépendance et chacune d'entre elles prend ses décisions en tenant compte du comportement anticipé des autres agents.

La théorie des jeux, développée par Von Neumann et Morgenstern (1944), Nash (1951), Friedman (1977) propose une méthode générale d'analyse des situations d'interactions stratégiques intéressante à étudier et à appliquer à l'analyse du comportement d'entreprises en situation

oligopolistique. Ces travaux théoriques nous montrent dans quelle mesure l'efficacité d'une collusion, au sein d'un oligopole, peut être fortement entravée par l'existence de fortes incitations à la défection par chaque entreprise.

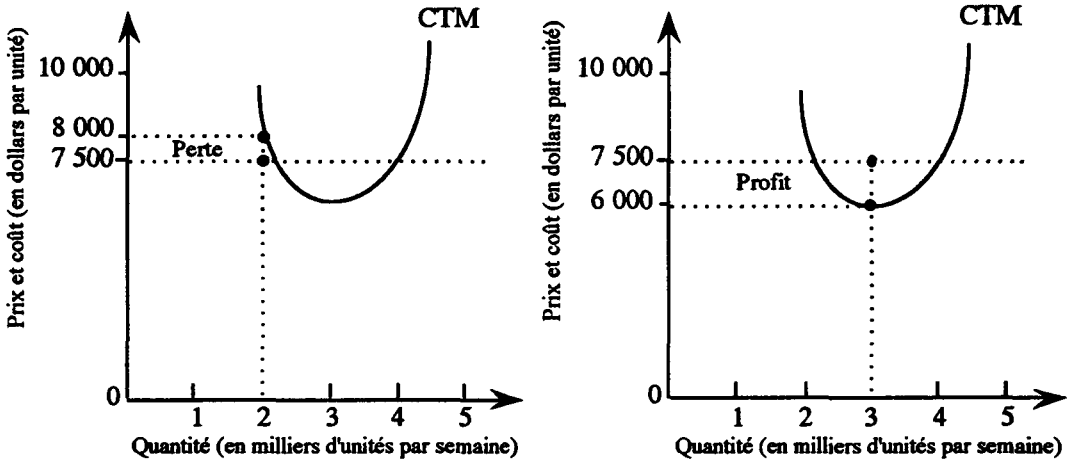
Le modèle statique de l'oligopole (ou dilemme du prisonnier)

Comme nous l'avons exposé précédemment, en situation de collusion, les entreprises maximisent conjointement leurs profits en restreignant leur production de telle sorte que la recette marginale de l'industrie et le coût marginal soient égaux. Elles vendent la quantité ainsi produite au prix le plus élevé - ce prix de vente est supérieur au coût marginal. Chaque entreprise se trouve alors face à un dilemme : soit respecter les termes de l'entente pour réaliser conjointement le profit de monopole ; soit tricher en cassant les prix et en augmentant le volume de production permettant alors à l'entreprise qui triche de faire des profits plus substantiels au détriment de ses partenaires. Chacune des entreprises du cartel sait qu'elle ferait baisser le prix du marché si elle trichait et produisait plus que la quantité convenue. Cependant, l'augmentation de sa production issue du supplément de demande entraînerait une hausse de sa recette totale, supérieure à celle de son coût total, ce qui accroîtrait en conséquence son profit. Sur le court terme, la tentation de tricher pour toutes les entreprises du cartel est forte. Pour analyser les conséquences de ces comportements opportunistes, nous nous limiterons par souci de clarté au cas du duopole présenté dans la rubrique précédente où les deux entreprises produisent un produit similaire et ont des courbes de coût identiques.

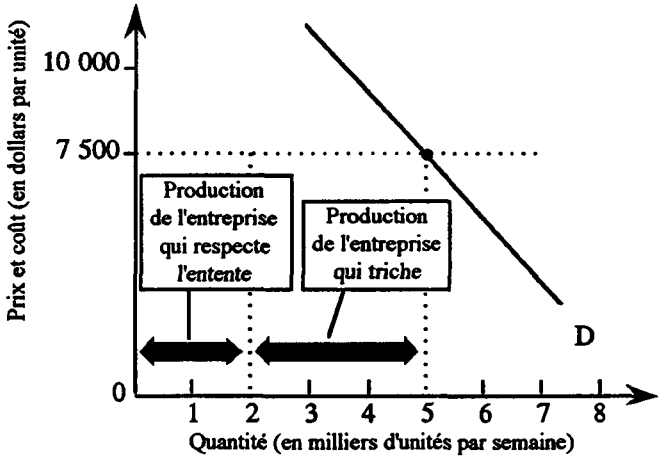
Dans le cas d'un duopole, deux situations de tricherie peuvent se présenter : ou l'une des deux entreprises seulement triche ; ou les deux trichent. Dans le premier cas de figure, l'entreprise produit une quantité supérieure à la quantité convenue, ce qui lui permet de baisser le prix de vente. Comme les deux entreprises fabriquent le même produit, l'entreprise qui ne triche pas se voit obligée de baisser son prix pour continuer à vendre sa production. Le graphique 6 présenté ci-dessous montre

les conséquences de cette stratégie pour l'entreprise qui respecte l'entente et pour celle qui triche.

FIGURE 6
Cas d'un duopole où une entreprise triche



(a) L'entreprise qui respecte l'entente (b) L'entreprise qui triche



(c) L'industrie

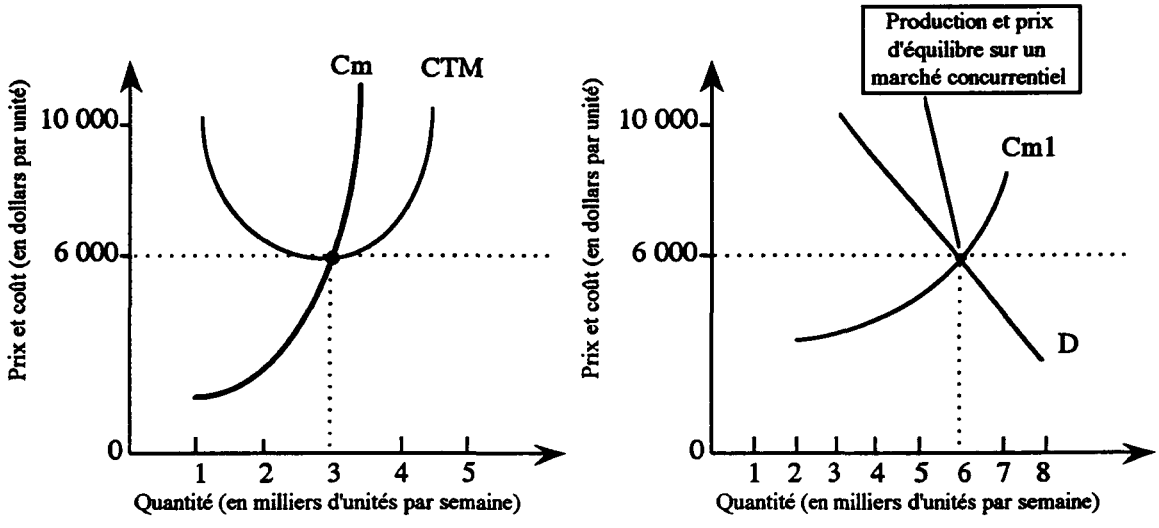
Le graphique (a) montre que l'entreprise qui se conforme aux termes de l'entente continue à produire 2 000 unités par semaine, ce qui fixe son coût total moyen à 8 000 $. Cette dernière est obligée d'aligner son prix sur celui de l'entreprise qui triche, soit 7 500 $, ce qui représente une perte de 500 $ sur chaque unité produite (soit une perte hebdomadaire de 1 million de dollars). Le

graphique (b) illustre la situation de l'entreprise qui triche. Elle produit plus que le volume convenu, soit 3 000 unités au lieu de 2 000. En raison de l'existence d'économies d'échelle, ce volume supplémentaire de production lui permet d'abaisser son coût total moyen à 6 000 $. La fixation du prix à 7 500 $ lui permet de réaliser un profit unitaire de 1 500 $ (soit un profit hebdomadaire total de 4,5 millions de dollars). Enfin, le graphique (c) montre les effets de ce comportement sur le prix du marché. Par rapport à la situation présentée dans la rubrique précédente où les deux entreprises maximisaient leurs profits si leur production conjointe était fixée à 4 000 unités, la production totale est passée à 5 000 unités par semaine, ce qui fait descendre le prix de vente à 7 500 $ l'unité. A ce prix, le marché absorbe 5 000 unités par semaine. Ainsi, dans le cas où une entreprise triche, le duopole produit plus et vend moins cher qu'un monopole. Le profit total devient inférieur à celui que ferait un monopole puisqu'il s'élève à 3,5 millions de dollars (alors qu'il était de 4 millions de dollars dans le cas du monopole).

Dans le cas où les deux entreprises trichent, la baisse de prix nécessaire pour écouler la totalité de la production sera plus forte que dans le cas où une seule entreprise triche (comme dans l'exemple précédent, tricher signifie que l'entreprise produit 1 000 unités de plus que ce qui avait été convenu). La figure 7 illustre cette situation.

FIGURE 7

Cas d'un duopole où les deux entreprises trichent



(a) Une entreprise (b) L'industrie

Cm1 : courbe de coût marginal de l'industrie
CTM : courbe de coût total moyen de l'entreprise
Cm : courbe de coût marginal de l'entreprise
D : courbe de demande totale

In Parkins, M., Fluet, C.D. et Bade, R.. 1992. *Introduction à la micro-économie moderne*, Eds ERPI, Montréal.

Le graphique (a) illustre la situation de l'une ou l'autre des entreprises. Chaque entreprise produit 3 000 unités, ce qui correspond au minimum de son coût total moyen (6 000 $ l'unité). Le graphique (b) illustre la situation de l'industrie dans son ensemble. A l'intersection de la courbe de demande et de la courbe Cm1 (courbe de coût marginal de l'industrie ou courbe d'offre représentant la somme "horizontale" des courbes de coût marginal des deux entreprises), la production hebdomadaire est de 6 000 unités et le prix est de 6 000 $ l'unité. Dans cet exemple, la rupture de l'entente de monopole aboutit au prix et à la quantité d'équilibre qui prévaudraient sur un marché parfaitement concurrentiel. Ainsi si les deux entreprises trichent, elles ne feront aucun profit économique.

Matrice de gains du duopole ou du dilemme du prisonnier. La matrice des gains du duopole, construite à partir de l'exemple qui vient d'être développé, se construit comme celle du dilemme du prisonnier. Quatre configurations de gains sont envisageables :

1) les deux entreprises trichent : elles produisent autant que si elles étaient en situation de concurrence parfaite ; leur profit est nul.

2) les deux entreprises respectent l'entente : elles réalisent ensemble un profit identique à celui d'un monopole ; le profit sera de 2 millions de dollars pour chaque entreprise.

3) et 4) l'une des entreprises triche tandis que l'autre respecte l'entente : l'entreprise qui triche fait un profit de 4,5 millions de dollars tandis que celle qui se conforme à l'entente subit une perte de 1 million de dollars.

Le tableau 1 ci-dessous représente la matrice des gains.

TABLEAU 1

Matrice des gains du duopole

		Stratégies de la firme A	
	(Unité : Millions de dollars)	Tricher	Respecter l'accord
Stratégies de la firme B	Tricher	A : 0 B : 0	A: -1.0 B : + 4.5
	Respecter l'accord	A : + 4.5 B : - 1.0	A : +2.0 B : +2.0

La comparaison des conséquences de chaque paire d'actions montre que les deux entreprises font face à un dilemme. Sur le plan théorique, ce dilemme se résout en trouvant l'équilibre du jeu. Le concept d'équilibre le plus fréquemment utilisé est celui de l'équilibre de Nash (1951). Un équilibre de Nash est une configuration de stratégies telle qu'aucun joueur n'a intérêt à modifier sa stratégie

étant donné les stratégies adoptées par les autres joueurs. Le jeu du dilemme du prisonnier se caractérise par un type particulier d'équilibre de Nash, appelé équilibre en stratégies dominantes. Un joueur dispose d'une stratégie dominante si l'une des stratégies à sa disposition constitue sa meilleure réponse, quelle que soit la stratégie adoptée par l'autre joueur. Dans ce cas, l'une des possibilités d'action est meilleure que toutes les autres, indépendamment de la décision de l'autre joueur. Un équilibre en stratégies dominantes est possible quand chaque joueur dispose ainsi d'une stratégie dominante. Dans l'exemple présenté précédemment, l'entreprise A a intérêt à tricher si l'entreprise B triche, car alors elle fait un profit économique nul (au lieu de subir une perte de 1 million de dollars si elle se conformait aux termes de l'entente). L'entreprise A a également intérêt à tricher si l'entreprise B ne triche pas, car alors elle réalise un profit de 4,5 millions de dollars (au lieu de 2 millions seulement si elle ne trichait pas). Le raisonnement de l'entreprise B est identique. Le jeu présente un équilibre en stratégies dominantes, dans lequel les deux entreprises trichent.

Le modèle dynamique de l'oligopole (ou les jeux répétés)

Si le jeu présenté précédemment est statique dans la mesure où il ne se joue qu'une seule fois, les travaux actuels relatifs à la théorie des jeux se sont plus particulièrement intéressés à leur caractère dynamique. En réalité, le jeu du duopole que nous avons vu, et plus généralement les interactions au sein d'un oligopole, peuvent être assimilées à des jeux répétés où les entreprises peuvent donc apprendre à coopérer pour rendre leur collusion plus efficace. Si le jeu se répète indéfiniment, l'un des joueurs peut punir l'autre d'avoir triché. Ainsi, dans un jeu de duopole répété, l'adoption par chaque joueur de la stratégie "un prêté pour un rendu" (*"tit-for-tat"*, Axelrod, 1984) incite les entreprises à respecter l'entente initiale. Cette stratégie conduit à un équilibre coopératif : chacun des deux joueurs choisit rationnellement de coopérer car il sait que l'autre lui infligera des dommages sévères s'il triche. Certaines punitions sont plus sévères. En effet, une entreprise peut décider de ne

plus jamais coopérer avec l'entreprise qui a triché. Entre ces deux extrêmes, il existe des stratégies intermédiaires telles que la stratégie du "déclic", qui consiste à ne pas coopérer pendant plusieurs périodes chaque fois que l'autre triche. Pour que l'équilibre coopératif soit atteint, chaque joueur doit être convaincu que l'autre a tout intérêt à user de représailles s'il triche, et qu'il mettra sans hésitation ses menaces à exécution. L'adoption par les entreprises de stratégies mettant en oeuvre des menaces crédibles permet à l'industrie de maintenir un équilibre collusif.

Cependant, dans la réalité, les fluctuations de la demande et la difficulté d'obtenir des informations exactes sur les conditions réelles de la demande empêchent de savoir exactement si le partenaire triche ou pas. Les difficultés d'ordre pratique liées à l'observation des politiques menées en matière de prix rendent également difficile la détection des comportements opportunistes. Par ailleurs, la difficulté de parvenir *ex-ante* à un accord fixant les modalités de la collusion peut également compromettre l'efficacité des ententes. Ces limites, développées sur le plan théorique par les travaux relatifs à la théorie des coûts de transaction, seront présentées dans la rubrique suivante.

Il est à noter que les modèles théoriques issus de la théorie des jeux reposent sur les hypothèses suivantes :

- chaque joueur a le choix entre deux types de stratégie : se conformer aux règles fixées *ex-ante* ou tricher.
- il n'existe pas d'incertitude quant aux motivations des joueurs.
- les actions engagées par les joueurs sont détectées et analysées correctement.

Ces hypothèses sur lesquelles repose la théorie des jeux ont des implications fortes quant à la rationalité des acteurs et la transparence de l'information. Ces hypothèses d'inspiration néo-classique ont été remises en cause par la théorie des coûts de transaction.

3.4.3. La difficulté de détecter et punir les comportements opportunistes : les apports de la théorie des coûts de transaction

La théorie des coûts de transaction met en évidence le rôle des asymétries informationnelles pour rendre compte de la difficulté à fixer les modalités d'une accord collusif et à en contrôler la bonne application.

Les difficultés d'élaboration des modalités d'une entente

La mise en place d'une entente entre concurrents nécessite que deux conditions soient remplies: d'une part, la reconnaissance a priori de l'interdépendance mutuelle entre les acteurs de l'industrie et, d'autre part, la maximisation conjointe du profit (Jacquemin et Slade, 1989). Rappelons que la notion d'interdépendance mutuelle développée par Chamberlin (1933) souligne le fait que l'interaction répétée entre les oligopoleurs facilite la collusion. Cependant, les conjectures de Chamberlin reposent sur une situation où il existe un petit nombre de firmes identiques produisant un bien homogène. Or, des asymétries entre les firmes peuvent entraver la collusion en rendant difficile l'élaboration des modalités de l'entente. En effet, il est plus facile de parvenir à un accord en termes de prix et quantités produites quand les firmes produisent des biens homogènes et ont des structures de coûts identiques. En revanche, dès que la position des firmes devient asymétrique (en termes de coûts ou de nature de l'offre produite), la fixation des modalités de l'accord devient plus complexe.

En effet, l'hétérogénéité de l'offre nécessité d'élargir l'accord à une gamme variée de produits et de prix, augmentant les points éventuels de désaccord. Par ailleurs, l'asymétrie des positions en termes de coût génère des problèmes de négociation relatifs au partage des profits issus de la collusion. En effet, si l'objectif de maximisation du profit de l'industrie est recherché, l'asymétrie des

entreprises en matière de coûts implique que les oligopoleurs produisent des quantités différentes en fonction de leur niveau d'efficience. De graves problèmes de négociation peuvent alors se poser puisque les partenaires peuvent montrer des réticences à réduire leurs capacités de production au profit de leurs concurrents. D'autres types d'asymétries peuvent exister. Elles proviennent des différences dans les préférences des partenaires quant au poids à accorder aux profits actuels et futurs, au mode de coordination utilisé (légal versus illégal) ou encore aux divergences d'opinion relatives à l'évolution de l'environnement.

Les incitations à la défection

La théorie des coûts de transaction repose sur le postulat que les individus se comportent de façon opportuniste. Ainsi, en présence d'une asymétrie informationnelle, les incitations à tricher peuvent se révéler importantes. L'incitation à tricher est favorisée dans des secteurs caractérisés, d'une part, par une forte élasticité de la demande au prix et, d'autre part, par l'existence de capacité excédentaires.

Elasticité de la demande au prix. Plus l'élasticité de la demande au prix est forte, plus l'incitation à casser les prix est forte (car le marché est en mesure d'absorber les capacités supplémentaires mises sur le marché). Stigler (1964) soulignait dans ses travaux sur l'oligopole le problème de "*free riding*" lié aux opérations de concentration. En effet, alors que l'acquéreur supporte le coût d'acquisition et de restructuration de l'entreprise acquise, la hausse de prix résultant de la restructuration de l'industrie bénéficie également aux autres acteurs de l'industrie (nous avons déjà souligné l'existence de ce phénomène d'ombrelle des prix dans la rubrique précédente). Par ailleurs, si les compétiteurs qui ne sont pas impliqués dans la collusion ("*competitive fringe*") décident de ne pas bénéficier de l'effet de l'ombrelle des prix, ils maintiennent ou baissent leur prix en augmentant leur volume de production. Dans un contexte d'une forte élasticité de la demande, ces

quantités produites sont absorbées par le marché dont l'offre a été réduite de façon discrétionnaire par les entreprises impliquées dans la collusion. Comme il a été montré dans le modèle de la firme dominante, plus les coûts marginaux sont faibles par rapport à ceux issus de la collusion, plus l'incitation à tricher est forte.

Existence de capacités excédentaires. La surcapacité favorise les comportements opportunistes dans la mesure où les capacités excédentaires qu'ont conservées les entreprises constituent une menace constante de déviation du comportement collusif. Dutz (1989) montre que le risque qu'une entreprise se comporte de façon opportuniste est plus élevé dans les secteurs en déclin où les firmes sont dotées de capacités excédentaires (*"non-participant expansion effect")*. En revanche, si les entreprises utilisent la totalité ou la quasi-totalité de leurs capacités de production, leur marge de manoeuvre sera plus limitée.

> *"Since the nonparticipants cannot concurrently expand their output, the merged firms do not lose additional market share and industry pricerises fully in accordance with joint output reduction of the participants. Because of the binding capacity constraint on individual firms at high demand levels, the 'nonparticipant expansion effect' is nonexistent...*
> *In addition to the cost saving motive that emerges with slack capacity, the market power motive for merger disminishes in response to the nonparticipant expansion effect. As the nonparticipants expand their output in response to the market-concentrating effect of the merger, the total output reduction and concomitant price rise is mitigated".*
> In Dutz, M.A.. 1989. Horizontal mergers in declining industries, Theory and Evidence. *International Journal of Industrial Organization*, 7.

Enfin, on notera que plus les coûts fixes représentent une part importante de la structure de coût, plus une réduction substantielle de la production formera un excédent de capacités productives et constituera une incitation à augmenter de façon impromptue les quantités produites afin de casser

les prix.

Ainsi, le renforcement d'une position dominante collective via la concentration n'est pas systématique. Si la concentration facilite la reconnaissance de l'interdépendance mutuelle, il n'en reste pas moins que les incitations à la défection peuvent rester fortes. La tentation de tricher sera d'autant plus forte que les mécanismes de sanction des tricheurs n'existent pas en raison de leur illégalité et que l'horizon temporel est fini, comme nous allons le voir dans la section qui suit.

Les difficultés de détecter et de punir les comportements opportunistes

La stabilité d'une collusion repose sur l'existence de menaces crédibles de représailles. Cependant, ces menaces ne peuvent être mises à exécution que si les comportements opportunistes sont détectés. Dans le cas d'un cartel, les comportements en matière de prix ne sont pas toujours facilement observables. C'est le cas par exemple des entreprises qui vendent à un petit nombre de gros acheteurs. Plutôt que d'établir un prix, elles passent des marchés particuliers avec chaque acteur, que les autres concurrents n'observent qu'avec un délai à travers leurs effets sur les parts de marché. Les représailles étant retardées, elles seront moins coûteuses pour la firme cassant le prix. Ainsi, il est plus facile de détecter des comportements déviants lorsque le nombre de producteurs est limité et les acheteurs sont nombreux (Jacquemin et Slade, 1989). Par ailleurs, dans le cadre de la formation des oligopoles internationaux, la multiplication des marchés géographiques tend à rendre difficile la remontée d'informations en matière de prix.

Ainsi, les délais d'information rendent le futur "plus éloigné" et donc l'interaction dynamique est moins importante (Tirole, 1988). En raison de l'existence de tels délais d'information, les conséquences des sanctions sont moins lourdes pour l'entreprise qui a pu s'octroyer une rente supplémentaire pendant un laps de temps important. De plus, la portée des sanctions peut être

atténuée si les conditions de l'environnement changent, notamment le taux de croissance.

Kreps, Milgrom, Roberts & Wilson (1982) distinguent les situations de coopération dont l'horizon temporel est fini de celles dont l'horizon temporel est infini. Ils montrent que dans le premier cas de figure la probabilité d'adopter un comportement opportuniste est élevée dans la mesure où les sanctions sont moins lourdes pour celui qui triche. Le comportement coopératif de chaque partenaire devient ensuite imprévisible et, plus on se rapproche de l'échéance, plus on se retrouve dans une situation équivalente à celle de Nash. Ces comportements opportunistes ou de collusion ont été testés empiriquement par Holt (1985), qui a également testé des résultats dans des jeux à fin probabiliste.

> *" This game has a unique Nash equilibrium path, which involves each player choosing to fink at every stage. In the final stage (which we call stage 1), finking strongly dominates cooperating, and so must ensue. Then, in the penultimate stage, finking does better than cooperating in terms of the current stage, while the choice at this stage cannot affect the outcome in stage 1. Thus finking will again be adopted by both players. And so on, for any finite N^2. This outcome is clearly and dramatically inefficient".*
> In Kreps, D.M et P. Milgrom, J. Roberts & R. Wilson. 1982. Rational cooperation in the finetely repeated prisoners'dilemma. *Journal of Economic Theory*, pp 245-252.

Ainsi, transposé à un contexte de dynamique industrielle, ces travaux suggèrent qu'une stratégie de collusion entre les compétiteurs sera difficile à mettre en oeuvre dans un secteur en déclin dont l'horizon semble fini. Le secteur parvenu à maturité peut être considéré comme un secteur dont l'horizon a une fin probable mais non encore déterminée, au sein duquel les acteurs s'interrogent sur ses évolutions et ses risques de déclin.

L'ensemble des limites que nous venons de présenter - difficulté à fixer les modalités d'une entente, délais de détection des comportements déviants, et inefficacité des stratégies de représailles -

conduisent Rasmusen (1994) à remettre en cause la stratégie du "*Tit-for-Tat*" défendue par Axelrod (1984). En effet, Rasmusen (1994) considère la stratégie coopérative reposant sur un principe de "*Tit-for-Tat*" comme une stratégie de second rang dans la mesure où elle ne maximise pas les gains sur le plan individuel, et elle peut se révéler inefficace en cas d'information incomplète, d'épuisement des moyens de représailles ou d'instabilité de l'environnement. Enfin, on notera que l'utilisation des ressources de l'entreprise à la mise en place de sanctions peut affaiblir la position de l'entreprise qui les met en oeuvre.

En conclusion, l'ensemble des critiques présentées nous incitent à relativiser le rôle du pouvoir de marché comme motivation et source de création de valeur dans les fusions horizontales. La notion de marché contestable développée par Baumol nous montre que la concentration ne garantit pas systématiquement l'exercice d'un pouvoir de marché, notamment dans les secteurs en croissance caractérisés par leur caractère dynamique et leur perméabilité aux nouveaux produits et concurrents. La critique de la notion de pouvoir de marché est approfondie par les travaux inspirés de la théorie des jeux et de l'économie des coûts de transaction qui mettent en évidence les difficultés qu'il y a à atteindre un équilibre collusif stable. Ces difficultés sont aggravées dans les secteurs où l'élasticité de la demande au prix est forte, où une surcapacité existe, et où l'horizon de temps est limité (conditions qui caractérisent une partie importante des secteurs parvenus à maturité ou en déclin). Ainsi, que le secteur soit en croissance ou en déclin, l'objectif de pouvoir de marché est difficile à réaliser et ne saurait donc constituer la motivation dominante des fusions horizontales. Cette motivation n'est justifiée que dans un contexte marqué par une surcapacité sectorielle et si elle est accompagnée d'un objectif de restructuration visant à améliorer l'efficience interne.

Par ailleurs, sur le plan empirique, les travaux réalisés par les économistes industriels traditionnels (Bain, 1951, Collins et Preston, 1961, Weiss, 1974, etc.; pour une synthèse de ces

travaux, Cf. Weiss, 1974) n'ont pas réussi à valider de façon convaincante l'existence du pouvoir de marché. En effet, si ces travaux ont permis de dégager une relation positive entre le taux de concentration et la rentabilité, les méthodologies utilisées n'ont pas permis de déterminer clairement si la source des profits provenait d'un pouvoir de détermination des prix - rente monopolistique - ou d'une réduction des coûts - efficience économique supérieure des grandes entreprises oligopolistiques - (Scherer, 1980). Par ailleurs, la critique théorique du pouvoir de marché est validée empiriquement par les travaux réalisés en finance. A partir de leurs échantillons composés respectivement de 126 et 11 fusions, Eckbo (1983) et Stillman (1983) examinent les rendements boursiers à l'annonce de la fusion des entreprises fusionnantes et des entreprises rivales et montrent que les résultats sont incompatibles avec l'hypothèse du pouvoir de marché. En effet, les auteurs argumentent que si l'acquisition d'un pouvoir de monopole constituait le principal objectif de la fusion, l'augmentation des prix à l'issue de la fusion devrait autant bénéficier aux entreprises fusionnantes qu'aux entreprises concurrentes; par conséquent, l'annonce de la fusion devrait se traduire par des rendements positifs pour les entreprises concurrentes. En revanche, si la recherche d'une augmentation de l'efficience interne représente la motivation principale de la fusion, alors les entreprises concurrentes peuvent anticiper une diminution de leur compétitivité relative et on devrait s'attendre à ce que leurs rendements anormaux s'établissent à l'inverse du cas précédent. Les auteurs mettent en évidence l'absence de rendements anormaux significatifs pour les firmes rivales; les résultats observés sont incompatibles avec l'anticipation d'une rente de monopole. Toutefois, comme le soulignent Jensen et Ruback (1983), si les recherches de Stillman et Eckbo permettent d'invalider l'hypothèse du pouvoir de marché, elles ne parviennent pas à identifier les sources réelles de création de valeur au sein des fusions horizontales.

Des critiques plus radicales, inspirées des travaux de Schumpeter, remettent en cause le bien-

fondé des stratégies fondées sur l'exercice d'un pouvoir de marché, et soulignent les failles théoriques du paradigme de l'Economie Industrielle. Ces travaux sont présentés dans le chapitre suivant.

3.5. SYNTHÈSE DU CHAPITRE 3

Ce chapitre a passé en revue les arguments théoriques traditionnellement avancés pour expliquer le phénomène des acquisitions horizontales, à savoir les notions d'efficience et de pouvoir de marché. Cette revue critique nous a permis de formuler nos premières hypothèses quant à leur lien avec la performance des entreprises après la fusion.

1. Limites des approches traditionnelles

1. La théorie micro-économique postule que les fusions et acquisitions horizontales sont motivées par la recherche d'économies d'échelle, réalisées grâce à l'addition des parts de marché des entreprises fusionnantes et à l'accession à un volume de production supplémentaire. La réalisation d'économies d'échelle via les fusions est cependant difficile à réaliser en raison de l'existence de déséconomies d'échelle, de coûts de consolidation, et du risque de perte de compétitivité de l'entreprise entraîné par le processus d'intégration.

2. Par rapport aux autres modalités de réalisation d'économies d'échelle que sont la croissance et les alliances, seule la surcapacité justifie le recours à la croissance externe pour réaliser des économies d'échelle. La fusion fournit en effet dans ce cas aux entreprises l'opportunité de restructurer à la fois le secteur et les actifs des entreprises fusionnantes. Par ailleurs, les travaux sur les alliances montrent qu'en présence de coûts de transaction élevés, il est préférable de recourir à la fusion capitalistique plutôt qu'à des arrangements contractuels de nature plus instable et à l'issue

incertaine.

3. Seules, les économies d'échelle de production ont fait l'objet d'une validation empirique approfondie (Scherer, 1980). Il sera intéressant, à cet égard, de comparer les mesures de restructuration prises au sein de chaque fonction. (Cf. le chapitre 6 consacré à l'exploration des données).

4) Les critiques théoriques émises à l'égard du pouvoir de marché, validées par les travaux empiriques réalisés par les économistes financiers, remettent en cause la viabilité des fusions motivées par la simple recherche d'un pouvoir de marché et renforcent l'idée que cet argument n'est valable que s'il est associé à un objectif d'efficience (via la restructuration des actifs) dans un contexte industriel surcapacitaire.

De ces enseignements, on peut s'attendre à ce que l'objectif de pouvoir de marché recherché au sein d'une fusion soit poursuivi conjointement à celui d'efficience (via la réalisation d'économies d'échelle). Comme nous l'avons souligné, l'exercice d'un pouvoir de marché peut avoir un effet positif sur la performance à long terme de l'entreprise si elle est associée à une restructuration des actifs dans des secteurs où il existe une surcapacité. La surcapacité fournit en effet l'opportunité de restructurer les actifs de façon plus efficiente ("*matching economies*", Dutz, 1989). Parallèlement, il n'est pas justifié pour les entreprises fusionnantes de chercher à réaliser des économies d'échelle en restructurant leurs actifs en dehors d'un contexte de surcapacité.

2. Hypothèses sur les sources de création de valeur

L'examen des arguments traditionnels que nous avons étudiés dans ce chapitre nous conduit à former les hypothèses suivantes :

Hypothèse H1 : ***A l'issue d'une fusion horizontale, l'exercice indépendant d'un pouvoir de marché (via la réduction des capacités de production) a un effet négatif sur la création de valeur.***

Hypothèse H2 : ***A l'issue d'une fusion horizontale,la restructuration de la cible (H2a) et de l'acquéreur(H2b) a un effet positif sur la création de valeur via une augmentation de l'efficience en présence d'un contexte surcapacitaire.***

Notons que la seconde hypothèse est valide en présence d'un contexte surcapacitaire; elle est donc plus appropriée pour les fusions réalisées les secteurs en déclin.

En conclusion, on constate que les deux courants théoriques traditionnellement utilisés pour rendre compte de l'existence de fusions horizontales ne sont pas satisfaisants pour clarifier les mécanismes de création de valeur au sein de telles opérations. En effet, leurs conditions de validité se révèlent très restrictives puisqu'elles ne peuvent rendre compte que des fusions motivées par une logique de consolidation dans un secteur stable ou en déclin et ne permettent pas d'expliquer l'existence de fusions dans des secteurs plus dynamiques, ouverts et en croissance. Par ailleurs, ces théories sont plus appropriées aux fusions opérées dans un contexte national ou dans des marchés géographiques cloisonnés. Les objectifs de réalisation d'économies d'échelle et de pouvoir de marché sont plus difficiles à mettre en place dans un contexte international que national en raison de la difficulté de rationaliser les actifs (notamment les actifs physiques de production, de logistique et de distribution) et de la difficulté de contrôler la collusion sur une base internationale (Hymer, 1960;

Teece, Pisano, Shuen 1990). Or, comme il a été souligné dans le premier chapitre de cette thèse, la majeure partie des fusions importantes de la vague des années quatre-vingt ont été transfrontalières et dans des secteurs dynamiques à forte intensité concurrentielle basés notamment sur la compétition technologique .

Ainsi, les limites théoriques des approches traditionnelles et les spécificités de la dernière vague de fusions nous amènent à vouloir compléter la compréhension du phénomène des fusions et de leur source de création de valeur à l' aide de cadres d' analyses complémentaires. C' est dans ce dessein que nous avons choisi d' intégrer à notre analyse théorique les travaux de Schumpeter et, dans leur prolongement, ceux issus de l' approche par les ressources de l' entreprise. Ces travaux sont présentés dans le chapitre qui suit. En raison de leur caractère innovant, de l' éclairage qu' ils apportent à notre sujet et de l' absence de validation empirique approfondie à ce jour, ces travaux feront l' objet d' un traitement particulier dans notre partie empirique. Au total, l' apport de notre recherche réside, d' une part, dans l' application de la théorie de la ressource aux fusions horizontales à fins de validation empirique et, d' autre part, à l' évaluation de cette approche comme mécanisme de création de valeur des fusions horizontales par rapport aux approches plus traditionnelles (Cf. le chapitre 7 pour les résultats empiriques). Le chapitre qui suit a donc pour objet d' examiner dans quelle mesure les fusions horizontales peuvent être interprétées à la lumière de la théorie de la ressource et de formuler des hypothèses qui nous permettent de valider empiriquement cette nouvelle approche.