

Louvain School of Management

Analyse de la création de valeur à long terme des fusions-acquisitions dans le secteur technologique

Auteur : Marius Magonette
Promoteur : André Nsabimana
Année académique 2022-2023
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de
Master [120] en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée
Horaire de jour

Remerciements

Tout d'abord, je tiens à exprimer mes sincères remerciements à mon promoteur de mémoire, André Nsabimana, professeur à la Louvain School of Management pour ses conseils précieux et ses commentaires perspicaces tout au long de ce parcours de recherche.

Je souhaite également adresser mon respect et ma profonde gratitude à ma famille et à mes proches, pour leur soutien inébranlable, leurs encouragements et leur présence durant l'entièreté de mon parcours académique.

Enfin, je voudrais remercier l'ensemble du corps académique et des personnes que j'ai pu côtoyer durant mon parcours universitaire à l'Université Catholique de Louvain.

TABLE DES FIGURES

Figure 1: Modèle de valorisation des synergies	21
Figure 2: Les mesures de performance des F&A.....	24
Figure 3: Répartition sectorielle des fusions-acquisitions depuis 1985.....	39
Figure 4: Résultat du test de Student pour un échantillon unique (hypothèse 1).....	60
Figure 5: Résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 2)	63
Figure 6: Résultat du test du rapport de variance (hypothèse 2)	64
Figure 7: Résultat du test de Welch sur l'impact de la méthode de paiement.....	64
Figure 8: Résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 3)	66
Figure 9: Résultat de l'analyse de variance à trois facteurs concernant la santé financière des acquéreurs (hypothèse 4).....	69
Figure 10: Résultat de l'analyse de variance à trois facteurs concernant la santé financière des cibles (hypothèse 5).....	70
Figure 11: Résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 6).....	73
Figure 12: Résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 7).....	73
Figure 13: Résultat du test du rapport de variance (hypothèse 7).....	74
Figure 14: Résultat du test de Welch sur l'impact de l'ampleur des synergies de coûts annoncées.....	74

TABLE DES TABLEAUX

Tableau 1: Résultats d'études d'évènement à court-terme par rapport à la performance des firmes acquéreuses.....	28
Tableau 2: Résultats d'études comptables sur la performance économique de l'entreprise acquéreuse après la transaction	31
Tableau 3: Résultats d'études d'évènement à court-terme par rapport à l'influence de la méthode de paiement sur la performance de l'acquéreur	32
Tableau 4: Nombre d'acquéreurs par sous-groupe selon leur santé financière.....	67
Tableau 5: Nombre d'observations par sous-groupe selon la santé financière de la cible	70

TABLE DES MATIERES

TABLE DES FIGURES	IV
TABLE DES TABLEAUX.....	IV
TABLE DES MATIERES	V
INTRODUCTION	1
PARTIE 1 : Revue Littéraire.....	3
Section 1 : Mise en contexte.....	3
Section 1.1 : Définitions.....	3
Section 1.2 : Un mode de croissance.....	4
Section 1.3 : Typologie des fusions-acquisitions	5
Section 1.4 : Phases d'une fusion-acquisition	7
Section 1.5 : Financement.....	8
Section 2 : Les raisons d'être des fusions-acquisitions	11
Section 2.1 : Stratégies sous-jacentes.....	11
Section 2.2 : Les sources de valeur.....	14
Section 2.3 : Les synergies.....	15
Section 2.3.1 : Le concept de synergie.....	15
Section 2.3.2 : Typologie des synergies	16
Section 2.3.3 : Synergie et valorisation.....	19
Section 2.3.4 : Di-synergies et Co-synergies	22
Section 3 : La performance des fusions-acquisitions.....	23
Section 3.1 : Etat des lieux.....	23
Section 3.2 : Mesurer la performance	24
Section 3.2.1 : L'approche financière.....	25
Section 3.2.2 : L'approche économique et comptable.....	29
Section 3.3 : Déterminants de la performance	32
Section 3.4 : Causes des échecs.....	36
Section 4 : Les fusions-acquisitions dans le secteur technologique	39
Section 4.1 : Mise en contexte	39
Section 4.2 : Spécificités du secteur technologique	40
Section 4.3 : Performance des F&A dans le secteur technologique.....	41
PARTIE 2 : Analyse Empirique – Hypothèses de recherche, Base de données et	
Méthodologie	43
Section 1 : Hypothèses de recherche	43
Section 1.1 : Analyse de la performance globale de l'acquéreur	44
Section 1.2 : Performance des F&A selon le mode de paiement.....	44
Section 1.3 : Performance des F&A et prime d'acquisition.....	45
Section 1.4 : Performance des F&A selon la santé financière avant l'opération	45
Section 1.5 : Performance des F&A et synergies annoncées.....	47
Section 2 : Base de données	48
Section 3 : Méthodologie de la recherche empirique	49
Section 3.1 : L'étude de l'évènement	49
Section 3.2 : Significativité statistique	54
Section 3.2.1 : Test de Student pour un échantillon unique	54

Section 3.2.2 : Test de Student pour deux échantillons indépendants.....	55
Section 3.2.3 : ANOVA.....	56
PARTIE 3 : Discussion des résultats et limites	59
Section 1 : Performance des acquéreurs à long terme	59
Section 1.1 : Résultats et interprétation.....	59
Section 1.2 : Limites	61
Section 2 : Performance des acquéreurs selon la méthode de paiement	62
Section 2.1 : Résultats et interprétation.....	62
Section 2.2 : Limites	64
Section 3 : Performance des acquéreurs selon la prime d'acquisition	65
Section 3.1 : Résultats et interprétation.....	65
Section 3.2 : Limites	66
Section 4 : Performance des acquéreurs selon la santé financière avant la transaction	66
Section 4.1 : Résultats et interprétation.....	67
Section 4.2 : Limites	71
Section 5 : Performance des acquéreurs et synergies.....	72
Section 5.1 : Résultats et interprétation.....	72
Section 5.2 : Limites	74
CONCLUSION.....	75
BIBLIOGRAPHIE.....	80
ANNEXES.....	94
Annexe 1 : Base de données	94
Annexe 2 : Codes R Studio.....	97
Annexe 3 : Buy and Hold Abnormal Returns à 12 mois pour les sociétés acquéreuses...	99
Annexe 4 : Graphiques d'interaction	101
Annexe 5 : Test supplémentaire de Tukey (Hypothèse 4).....	102

INTRODUCTION

Le présent mémoire s'articule autour de l'étude de la création de valeur à long terme lors d'opérations de fusion-acquisition dans le secteur technologique. Les F&A sont en croissance ces dernières années avec une année 2021 record comptant plus de 60 000 deals dans le monde (PricewaterhouseCoopers, 2022a). Ce pic reflète une des grandes caractéristiques de ce type de transactions, à savoir qu'elles se développent par vagues. Ces dernières sont déclenchées par des changements dans l'économie ou dans une industrie comme des chocs économiques ou des évolutions technologiques (Rosenbaum & Pearl, 2022).

Le choix de la problématique de la performance à long terme de telles opérations dans le secteur technologique se fonde sur trois constats. Tout d'abord, dans un environnement commercial en constante évolution, les fusions et acquisitions sont devenues l'un des moyens les plus rapides pour les entreprises d'opérer sur de nouveaux marchés et d'ajouter des ressources aux ressources existantes. Deuxièmement, il y a une absence de consensus quant à la création ou non de valeur lors de telles transactions (Meier & Schier, 2019 ; Aribou, 2017). Il existe, en effet, une divergence dans les études scientifiques menées autour de la performance des fusions-acquisitions. Enfin, à l'heure où le digital a pris une place prépondérante dans la vie des entreprises, les opérations de croissance externe comme les F&A, ayant pour but de renforcer les capacités digitales des sociétés, connaissent une progression importante. En effet, l'achat de sociétés actives dans cette industrie est un moyen efficace d'acquérir des nouvelles technologies, de nouvelles capacités digitales et des savoirs (PricewaterhouseCoopers, 2022b ; Kumar, 2018).

Les fusions et acquisitions sont des opérations très complexes et il est difficile de prévoir si l'une d'entre elles sera couronnée de succès ou non. Le but de ce mémoire est double. Dans un premier temps, nous allons étudier l'impact de l'annonce de telles transactions sur la performance boursière des sociétés acquéreuses à long terme. Dans un second temps, nous analyserons l'impact de certains déterminants potentiels de la performance des F&A tels que le mode de paiement, la prime d'acquisition, la santé financière avant la transaction ou encore l'annonce des synergies. L'objectif est de confronter nos conclusions à la littérature existante.

Notre recherche mobilisera différentes disciplines : la finance, la stratégie, les statistiques, le comportement organisationnel, l'économie et l'informatique. Bien qu'il s'inscrive dans la continuité des recherches académiques concernant la performance des fusions-acquisitions, ce travail contribue à la littérature scientifique sur deux aspects : l'horizon long terme choisi ainsi que les déterminants de la performance étudiés. En effet, la plupart des études adoptent un point de vue court terme. Elles se concentrent sur les réactions à court terme du cours des actions ou sur les performances financières immédiates, mais elles accordent moins d'attention à la création ou à la destruction de valeur sur une période plus longue. De même, l'impact des synergies et l'impact de la santé financière antérieure à la transaction sont des facteurs peu ou pas traités.

Pour ce qui est de la méthodologie, l'évaluation de la création de valeur peut adopter plusieurs angles d'attaque. Navatte et Schier (2008) recensent trois approches possibles : à partir de mesures financières, de mesures comptables ou de mesures opérationnelles. Chaque méthode a ses forces et ses limites. Dans ce mémoire, nous privilégierons l'approche financière. Elle consiste à examiner les variations du cours boursier d'une entreprise pour déterminer la performance sur une période donnée. Tout d'abord, nous constituerons une base de données répondant à des critères spécifiques. Ensuite, la méthodologie financière implique la mobilisation des études de l'évènement pour déterminer les rentabilités anormales liées à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition. Enfin, nous réaliserons des tests statistiques afin de pouvoir confirmer ou infirmer nos sept hypothèses de recherche.

En termes de structure, ce mémoire s'articule autour de trois grandes parties. La première décrit l'état des lieux de la littérature sur les fusions-acquisitions afin d'avoir une bonne idée des caractéristiques de ces opérations. Nous y définissons ces transactions, établissons les différents types de F&A possibles, abordons les stratégies sous-jacentes, analysons la performance de ces opérations et enfin, étudions les spécificités des fusions-acquisitions dans le secteur technologique. La deuxième partie présente nos hypothèses de recherche, ainsi que la construction de la base de données et la méthodologie suivie. Enfin, la troisième et dernière partie analyse et interprète nos résultats ainsi qu'elle établit les limites de notre recherche. La conclusion du présent mémoire résume les principaux résultats de l'étude et fournit des réflexions finales.

PARTIE 1 : Revue Littéraire

Dans la première partie de ce mémoire, nous allons passer en revue la littérature sur les fusions et acquisitions afin d'avoir une vue globale des caractéristiques de telles opérations et de leurs raisons d'être. Cette première phase du travail sera consacrée à une mise en contexte dans laquelle nous allons principalement définir ces transactions avant d'étudier les stratégies sous-jacentes et la performance des fusions-acquisitions. Enfin, comme mentionné dans l'introduction, ce mémoire se focalise sur le secteur technologique : nous concluons donc cette revue de la littérature par un focus sur les spécificités de telles opérations dans ce secteur.

Section 1 : Mise en contexte

Bien que les fusions-acquisitions aient pris de nos jours une place prépondérante dans l'économie mondiale, elles n'en restent pas moins des opérations complexes. Cette première section s'assigne pour but de clarifier ce qu'elles sont, pourquoi elles sont mises en place et quel est leur impact, leur résultat.

Section 1.1 : Définitions

Les fusions et acquisitions (F&A) sont des moyens de croissance externe car elles concernent la création d'une relation entre deux entreprises. Elles peuvent être définies comme « des opérations de regroupement ou de prises de contrôle d'entreprises cibles, réalisées par l'intermédiaire d'un achat ou d'un échange d'actions. » (Meier & Schier, 2019, p. 8).

Comme illustré dans la définition de Meier et Schier (2019), fusion et acquisition sont deux termes distincts. D'une part, une fusion désigne « le regroupement de deux ou plusieurs sociétés indépendantes en une société nouvelle réunissant les biens sociaux des sociétés d'origine. » (Larousse, cité dans Najeh, 2015, p. 36). D'autre part, une acquisition implique la prise de contrôle d'une entreprise sur une autre communément appelée l'entreprise cible. Cette distinction entre le regroupement et la prise de contrôle rend les implications de ces deux opérations totalement différentes sur le plan juridique. En effet, lors d'une fusion deux scénarii sont possibles (Meier & Schier, 2019) : soit une toute nouvelle entité est créée et les

deux entreprises qui fusionnent mettent en commun leur patrimoine, à savoir leurs actifs et ressources (Najeh, 2015). Les deux sociétés initiales sont alors dissoutes. C'est ce qu'on appelle une ***fusion par création d'une nouvelle société***. Soit, on peut avoir une ***fusion-absorption***, dans laquelle une des deux entreprises, dénommée entreprise absorbante, va absorber l'autre entreprise, l'entreprise absorbée. Cette dernière est alors dissoute et ses actifs et passifs sont alors transférés à l'entreprise absorbante.

Meier et Schier (2019) établissent aussi deux formes juridiques d'acquisition selon le mode de paiement. Les ***acquisitions par achat d'actions*** surviennent lorsque les actionnaires de la société cible transmettent leurs titres à la société acquéreuse en contrepartie d'une certaine somme en liquide. Cette prise de contrôle peut être majoritaire ou minoritaire selon le nombre de titres acquis par la société acquéreuse. Si en échange de leurs titres les actionnaires de la cible ne reçoivent non plus des liquidités, mais des actions de la société acquéreuse on parle alors ***d'acquisition par échange d'actions***.

Au travers de la distinction de ces deux termes on peut conclure que les opérations de fusion entraînent des changements plus lourds que les acquisitions. En effet, les fusions nécessitent une transmission de patrimoine et l'émergence d'une seule entité, alors que les acquisitions ont l'avantage de préserver les différentes entités objets de la transaction.

Section 1.2 : Un mode de croissance

Dans un monde qui évolue de manière perpétuelle, où l'incertitude plane concernant les changements liés à la technologie et aux connaissances, les entreprises doivent être capable de se développer et de s'adapter rapidement. Il est donc crucial pour les sociétés d'avoir des stratégies de croissance optimales et conformes à la réalité du marché (Ibrahimi & Taghzouti, 2014). Il faut distinguer trois grandes stratégies de croissance présentées dans la littérature : la croissance conjointe, la croissance interne - aussi appelée croissance organique - et la croissance externe. Selon Joffre et al. (2010), la croissance interne :

correspond à l'émergence de capacités nouvelles au sein de l'entreprise. Elle résulte de la combinaison de moyens productifs, qu'ils soient préexistants dans l'entreprise ou achetés sur les marchés (du travail, des biens d'équipement ou de la technologie, etc.) (p. 62).

Au contraire, là où la croissance organique constitue un développement autonome, la croissance externe « consiste à acquérir ou à s'allier à d'autres entreprises. » (Giboin, 2019, p. 94). On associe généralement la croissance externe aux fusions et acquisitions, mais elle ne se limite pas aux F&A. En effet, l'achat direct d'actifs en ordre de fonctionnement comme l'achat d'une usine ou d'un établissement correspond aussi à une stratégie de croissance externe (Meier & Schier, 2019). Enfin, la croissance conjointe correspond aux coopérations et alliances entre entreprises (Meier & Schier, 2019).

Le principal avantage de la croissance externe sur la croissance interne réside dans la rapidité du développement (Giboin, 2019). La croissance organique est en effet un processus beaucoup plus progressif car il se construit sur le long terme. Meier et Schier (2019) établissent quatre avantages liés à la croissance externe sur la croissance interne. Premièrement, des opérations comme les fusions-acquisitions permettent une **entrée rapide** dans de nouveaux domaines d'activités. Elles permettent aussi de pénétrer de nouveaux marchés et de **s'étendre à l'international**. Cela passe par l'achat d'entreprises présentes sur ces marchés pour bénéficier de leurs canaux de distribution, de leur réseau, de leurs clients et de leur connaissance de la culture locale. De plus, les stratégies de croissance externe génèrent des **synergies**. Enfin, elles permettent d'**augmenter le pouvoir de marché** d'une société. De fait, une entreprise qui a une taille accrue bénéficie d'une augmentation de son pouvoir de négociation face aux clients et aux fournisseurs (Joffre et al., 2010). Néanmoins, il y a deux désavantages importants liés à la croissance externe. D'une part le **manque de maîtrise sur le développement** (Brice, 2010). D'autre part, la difficulté d'évaluer à la fois la **valeur de l'entreprise cible** et la **compatibilité** de la celle-ci non seulement sur le plan organisationnel, mais aussi sur le plan stratégique (Giboin, 2019).

Section 1.3 : Typologie des fusions-acquisitions

Les fusions-acquisitions peuvent être classées différemment selon le critère de classification utilisé. Deux critères que l'on peut utiliser sont la taille ou le niveau d'activité des entreprises (Ghaieth & Khawla, 2007). Najeh (2015) identifie quant à lui 4 autres critères possibles pour classer les F&A : le cadre juridique, les objectifs du rapprochement, la relation entre les entités avant la transaction (hostile ou amicale) et la taille en termes de coût de la transaction. Cependant, comme Najeh (2015), le critère que l'on retient est le critère utilisé par

la Commission Fédérale du Commerce – Federal Trade Commission en anglais - aux Etats-Unis, à savoir, le **degré de similitude** entre les entreprises concernées par la transaction.

Sur base de ce critère, Chalençon (2017) répertorie quatre types de fusions-acquisitions :

- **Les fusions-acquisitions horizontales** qui regroupent les opérations entre entreprises concurrentes qui se trouvent au même niveau de la chaîne de valeur. Ce sont donc des entreprises qui ont des activités similaires. Les F&A horizontales permettent de réduire à la fois la concurrence et les coûts de production (Tremblay & Tremblay, 2012). Pour illustrer ce premier type, prenons en exemple l'acquisition d'un supermarché par un autre supermarché.
- **Les fusions-acquisitions verticales** sont des rapprochements entre entreprises se trouvant à des endroits différents de la chaîne de valeur, mais au sein d'une même filière. On peut donc avoir une concentration soit en amont de la filière ce qui correspond à acquérir un fournisseur, soit en aval de celle-ci ce qui correspond à acheter un distributeur/un client (Meier & Schier, 2019). Le gros avantage de ce type d'opérations est de renforcer sa position au sein de la chaîne de valeur et d'augmenter son pouvoir de marché. Un exemple de F&A verticale ? L'acquisition d'un garage pneumatiques par un concessionnaire automobile.
- **Les fusions-acquisitions concentriques** aussi appelées **de diversifications liées** se caractérisent par le regroupement de deux sociétés dont le métier ou les activités sont complémentaires. Néanmoins, ces deux entreprises ne sont pas directement en concurrence car elles évoluent dans des marchés différents, mais elles partagent des circuits de distribution, des technologies ou encore un savoir-faire. Le but de ce type d'opérations vise à élargir les activités et les produits et services offerts. Un exemple serait l'acquisition d'un fabricant de sauces par un producteur de viandes.
- **Les fusions-acquisitions conglomerates** aussi appelées **de diversifications non liées ou obliques** rapprochent deux entreprises de secteurs différents. Le but est de diversifier le portefeuille d'activités en regroupant des firmes dont les métiers sont totalement différents. Un exemple ? L'achat d'une entreprise de châssis par un producteur de plats surgelés.

Section 1.4 : Phases d'une fusion-acquisition

Meier et Schier (2019) décrivent trois grandes phases pour la mise en œuvre d'opérations de fusion-acquisition :

- La **phase de préparation** consiste à établir la stratégie derrière l'opération. Lors de cette phase, on prend la décision d'entreprendre une fusion-acquisition après comparaison avec d'autres alternatives stratégiques (Barabel & Meier, 2002). On y évalue différentes cibles potentielles et on sélectionne une cible stratégique.
- La **phase de négociation** concerne l'établissement des conditions de la transaction, à savoir la valeur relative de la cible, le financement de l'opération et l'évaluation des synergies.
- La **phase d'intégration** correspond à la finalisation de l'opération qui mène à l'intégration de l'entreprise cible à un nouvel ensemble (Barabel & Meier, 2002).

Dans cette dernière phase, où les synergies et autres hypothèses qui sous-tendent le prix de la transaction sont censées se transformer en résultat concrets, on enregistre le maximum de destruction de valeur. Tout du moins c'est ce sur quoi s'accordent un certain nombre de travaux empiriques (Aribou & Liouville, 2017). Nous y reviendrons plus amplement dans la suite de ce mémoire, mais abordons déjà ce problème de l'intégration post-fusion. Pour analyser cette problématique, il faut partir d'un phénomène décrit comme la **malédiction du gagnant** - winner's curse en anglais (Christofferson et al., 2018). Celui-ci indique que des opérations de fusion-acquisition profitent dans les faits aux actionnaires de l'entreprise cible plutôt qu'à ceux de la firme acquéreuse (Christofferson et al., 2018 ; Aribou, 2017). En effet, la valeur actionnariale créée va aux actionnaires du vendeur et pas à ceux de l'acheteur. La source principale de ce phénomène réside dans l'intégration post-fusion (Christofferson et al., 2018). Les études s'accordent pour dire que c'est au niveau du **transfert de connaissances**, étape cruciale au cœur de ce processus d'intégration, que l'échec d'une F&A se dessine (Aribou, 2017 ; Aribou & Liouville, 2017 ; Thelisson, 2017 ; Junni & Sarala, 2014). Christofferson et al. (2018) avancent aussi que l'acquéreur a tendance à surestimer les synergies qui vont émerger de la transaction.

Différents facteurs peuvent expliquer que cette phase d'intégration soit la source d'échecs d'opérations de fusion-acquisition :

- Barabel et Meier (2002) avancent une raison comportementale. Les dirigeants auraient le sentiment que la plus grosse partie du travail est derrière eux une fois la phase de négociation entérinée. Ils considèrent alors l'intégration comme un problème mineur, alors que bien que cette phase soit plus qualitative que quantitative, elle reste un travail complexe et primordial. Le fait de considérer cette question comme mineure a pour effet de perturber le transfert de connaissances, de systèmes et de ressources entre les différentes parties à la transaction. C'est une raison qui explique une différence entre la valeur attendue (*l'intention*) et celle effectivement créée (*la réalisation*).
- Thelisson (2017) évoque une raison davantage liée à la culture organisationnelle. Les employés de l'entreprise acquise font face à des problèmes d'identification à la nouvelle organisation qui vont entrer en conflit avec la diffusion des connaissances.

L'intégration est donc un véritable challenge dont la clé réside dans la création d'une atmosphère propice à la transmission des connaissances (Haspeslagh & Jemison, 1991).

Section 1.5 : Financement

Pour conclure cette mise en contexte, penchons-nous sur les moyens de financement de telles opérations. La décision de financement peut entraîner de nombreux impacts. En effet, elle peut changer la structure du capital, le niveau d'endettement ainsi qu'influer sur les décisions de financement futures de l'entreprise acquéreuse (Faccio & Masulis, 2005).

Cette décision de financement est liée au mode de paiement choisi. En effet, l'acheteur a le choix entre un règlement en cash, en titres ou une combinaison des deux (Lamon & Cheruy, 2015). Patel (2022) décrit les différents moyens de régler des fusions-acquisitions :

- Une opération peut être payée à 100 % **en cash**. Cela nécessite que l'entreprise acquéreuse dispose de beaucoup de cash. Ceci explique le peu de transactions réglées en espèces uniquement, mais à travers des méthodes hybrides regroupant différentes options de paiement utilisées conjointement. D'après les recherches de Kalsie et Singh (2021), « Les offres en espèces entraîneront une augmentation plus importante des synergies que les opérations financées par des fonds propres ou une combinaison de titres. » (p. 47) [Notre traduction]. Ces deux chercheurs expliquent leur conclusion par

deux raisons : premièrement, les paiements par cash sont instantanés (Rothenhorst, 2022) et donc rapides empêchant des retards coûteux. Deuxièmement, une offre en cash est perçue comme une indication que le management de la société acquéreuse est capable de concrétiser des synergies considérables une fois le deal entériné. En effet, une idée reçue consiste à dire que les acheteurs seront plus enclins à faire une offre en cash s'ils sont confiants quant à la réalisation des synergies. Les offres en cash envoient un signal puissant au marché quant à la confiance que l'acquéreur place dans la performance du deal. En effet, ce genre d'offres est plus risquée pour l'entreprise qui cherche à acquérir la cible.

- Par **échange d'actions** de la société acquéreuse. Cette méthode présente deux avantages majeurs : l'acheteur paie moins de cash et il retient une partie de l'expertise et des connaissances du vendeur. Rothenhorst (2022) ajoute que c'est aussi une option moins risquée car les différentes firmes à la transaction partagent alors le risque. Selon Navatte et Schier (2008), les offres en actions sont privilégiées par les acheteurs qui pensent que leurs actions sont surévaluées.
- Par une **combinaison de liquidités et d'actions**. Dans cette structure de paiement, une partie de la valeur totale de l'opération est payée en espèces. Celle-ci est généralement financée par les réserves de trésorerie de l'acquéreur ou par un financement par emprunt. L'autre partie est payée sous forme d'actions de la firme acquéreuse.

La transaction réglée partiellement ou totalement en cash peut être financée de différentes manières. Patel (2022) établit différentes sources de financement :

- Au travers des **réserves de liquidité internes**. Les sociétés acquéreuses peuvent avoir accumulées des réserves de trésorerie au fil du temps grâce à leurs activités et à leurs bénéfices.
- Via un **complément de prix** – un *earnout* en anglais. Cela consiste à payer, au moment de la transaction, un certain pourcentage de la valeur de l'entreprise, et ensuite de payer un complément (un pourcentage du revenu par exemple) pendant plusieurs années. Celui-ci est lié au succès de l'entreprise une fois la transaction finalisée.
- Par un **Leveraged Buyout** (LBO) aussi appelé mécanisme de *rachat avec effet de levier*. Dans ce cas, l'entreprise est acquise en utilisant un mix composé majoritairement de

dettes et une petite partie de fonds propres (Legros, 2016 ; Kaplan & Strömberg, 2009). La dette générée par ce mécanisme est remboursée grâce aux revenus dégagés par l'entreprise acquise.

- Par un ***prêt bancaire***. Les banques vont généralement utiliser l'entreprise acquise comme garantie – collateral en anglais – au cas où l'acheteur n'est plus en mesure de rembourser son prêt.
- Via un ***Asset-Backed Loan***. C'est un mécanisme similaire aux Leveraged Buyouts (LBOs) où l'acheteur reçoit un prêt pour financer son investissement. La garantie pour l'institution financière octroyant le prêt réside dans les actifs de l'entreprise. La différence est qu'au lieu de devoir montrer que l'acquisition va générer des flux de trésorerie comme dans les LBOs, il faut prouver que les actifs détenus par l'entreprise cible peuvent être liquidés dans le pire des cas.
- En ***émettant des obligations***. C'est un moyen assez simple de lever des fonds pour financer des opérations de fusion-acquisition.
- Par un ***financement par des tiers***. L'exemple typique réside dans l'acquisition d'une partie du capital de l'entreprise cible par des sociétés de capital-investissement – private equity firms en anglais. En contrepartie, la firme d'investissement réclamera une représentation au conseil d'administration.
- Via un ***financement par actions***. Les acquéreurs peuvent mobiliser des capitaux supplémentaires en émettant de nouvelles actions à des investisseurs. Le revenu de ces émissions d'actions peut être utilisé pour financer l'opération de fusion et d'acquisition.
- Par une ***combinaison de sources***. Il est fréquent que les firmes utilisent une combinaison des sources susmentionnées pour financer une opération de fusion et d'acquisition. Il peut s'agir d'un mélange de réserves de trésorerie, de financement par emprunt et de financement par actions afin de réunir les fonds nécessaires à la transaction.

Section 2 : Les raisons d'être des fusions-acquisitions

Maintenant que le décor est planté, il est temps d'aborder les motivations liées à ce type d'opérations. Dans cette seconde section, nous allons tout d'abord aborder les différentes stratégies qui se cachent derrière les fusions-acquisitions. Ensuite, nous nous pencherons sur le concept des « synergies » qui, nous le verrons, sont au cœur de telles opérations.

Section 2.1 : Stratégies sous-jacentes

D'après Nguyen et al. (2012), les motivations d'un acheteur peuvent être classifiées en deux catégories : les fusions-acquisitions qui recherchent la création de valeur et celles qui ne cherchent pas à augmenter la valeur.

En ce qui concerne la première catégorie, la stratégie consiste à créer des **synergies** au travers de l'acquisition ou de la fusion (Nguyen et al., 2012). On parle de synergies **opérationnelles** ou de synergies **financières** (Ibrahimi & Taghzouti, 2014 ; Golubov et al., 2013). Cela se traduit par une meilleure efficacité opérationnelle, des réductions de coûts, une augmentation des revenus. Ceci est possible grâce à une optimisation des canaux de distribution, un pouvoir de marché accru, une augmentation des barrières à l'entrée et des bénéfices financiers dont notamment des avantages fiscaux. Le Corporate Finance Institute (2022) parle lui de synergies liées aux revenus et de synergies liées aux coûts. Les premières prennent la forme d'expansion de marché et de diversification de produits. Elles permettent d'augmenter la capacité de l'entreprise de générer des revenus. Les secondes sont caractérisées par des économies d'échelle, l'accès à de nouvelles technologies et à l'élimination de certains coûts. Elles vont changer la structure de coût de la firme.

Corporate Finance Institute (2022) cite 4 motivations possibles dans cette première catégorie :

- La **diversification**. Les fusions-acquisitions sont en effet souvent réalisées dans le but de diversifier son portefeuille d'activités. Ce genre d'opérations constitue un moyen idéal pour entrer dans un nouveau marché ou proposer de nouveaux produits ou services rapidement.
- Pour **acquérir de nouveaux actifs**. Les F&A permettent d'avoir accès à de nouvelles technologies facilement sans devoir passer par un développement interne long et

ardu. Kalsie et Singh (2021) affirment que c'est la principale raison derrière le choix d'opter pour de telles opérations. Les actifs visés sont des brevets, des technologies, un segment de marché ou encore une expertise de gestion ou de marketing (Kalsie & Singh, 2021).

- Pour **augmenter la capacité financière** de la firme. Une entité consolidée aura une plus grande capacité financière pour financer ses investissements et projets.
- Pour des **raisons fiscales**. Si une entreprise avec des revenus importants fusionne avec une autre qui a des pertes reportées, l'entité consolidée aura un plus petit revenu imposable.

Dans la seconde catégorie, on retrouve une dernière série de motivations possibles : les **motivations d'agence** ou agency motives en anglais. Voici deux d'entre elles :

- L'**excès de confiance du manager** aussi connu sous l'appellation **hubris hypothesis**. Le fait d'agrandir la société, d'avoir plus de pouvoir et de prestige pousserait les cadres à engager ce genre de transactions (Golubov et al., 2013 ; Nguyen et al., 2012).
- La **diversification des risques**. En effet, les fusions-acquisitions sont aussi un moyen de diversifier le risque pour l'emploi des cadres de l'entreprise (Hitt et al., 2009).

Ce genre de motifs va, selon ces auteurs, à l'encontre des intérêts des actionnaires car ceux-ci peuvent diversifier leurs risques de leur côté à faible coût.

Ces motivations d'agence s'inscrivent dans la **théorie de l'agence**. Cette dernière décrit les potentiels conflits d'intérêts qui peuvent émerger entre les dirigeants et les actionnaires, à la fois de la cible et de l'acquéreur (Golubov et al., 2013 ; Navatte et Schier, 2010 ; Seth et al., 2002). Nous allons décrire ceux-ci en distinguant la société acquéreuse et la firme absorbée. Navatte et Schier (2010) évoquent trois luttes d'intérêts pour la première. Un premier conflit réside dans l'absence de causalité entre la performance de l'opération et la rémunération du manager. En effet, plusieurs études ont démontré que la richesse de ces derniers augmente peu importe l'issue de la transaction. La direction a donc tout intérêt à promouvoir les bons deals tout comme les mauvais. Une deuxième lutte est liée à la diversification des risques abordée plus haut. Les cadres sont tentés de diversifier leurs sources de revenus pour pouvoir faire face à des vents contraires dans certaines activités de l'entreprise. Un dernier conflit d'intérêts réside dans la motivation des dirigeants d'augmenter leur pouvoir en constituant

un empire. Cela mène aussi à de pauvres performances pour les actionnaires car les cadres vont alors avoir tendance à surpayer les transactions pour s'assurer de leur accomplissement. Navatte et Schier (2010) désignent également deux conflits d'intérêts pour la cible. Premièrement, la direction d'une société possède souvent des actions ou des stock-options qui sont illiquides. Un changement de contrôle rend ces dernières négociables et exerçables respectivement. Cela peut donc inciter le management à accepter des primes d'acquisition plus faibles pour les actionnaires. Deuxièmement, les cadres de la société absorbée peuvent se voir offrir un beau poste dans la nouvelle entité en cas de vente. À nouveau, ils vont alors accepter des premiums plus faibles pour réaliser la transaction à l'encontre des intérêts de leurs actionnaires.

En conclusion, les managers de la cible et de la société acquérante poursuivent la maximisation de leurs intérêts aux dépens du bien-être des actionnaires. Les dirigeants vont concrétiser de mauvaises transactions ou négocier des primes d'acquisition trop faibles pour assurer l'entérinement du deal au détriment des intérêts des actionnaires.

Golubov et al. (2013) ajoutent trois autres motifs moins abordés dans la littérature et qui mènent à des opérations de ce genre. Premièrement, il montre que l'activité des fusions-acquisitions est fortement liée aux **chocs industriels**. Ce genre de chocs peuvent se décliner par des augmentations de prix des matières premières, par des mouvements de change ou encore par des évolutions technologiques. Ils peuvent s'avérer être une motivation pour réaliser des fusions-acquisitions afin d'économiser des coûts, d'améliorer l'efficacité opérationnelle ou d'accroître sa part de marché. Les fusions-acquisitions permettent alors une certaine maîtrise des chocs sectoriels (Ibrahimi & Taghzouti, 2014). Deuxièmement, **l'essor de certains marchés** peut constituer un motif. Certains actifs sont en effet sous évalués et représentent des opportunités d'achat pour les entreprises. Nguyen et al. (2012) corroborent cette stratégie en la dénommant le **market timing**. Un autre élément intéressant concernant l'achat d'entreprises sous évaluées est que l'acheteur est souvent surévalué (Ibrahimi & Taghzouti, 2014 ; Golubov et al., 2013). En effet, l'initiateur de la transaction a la plupart du temps une valorisation boursière élevée, et il va d'ailleurs s'en servir pour financer l'opération. Enfin, une dernière motivation peut être liée aux conseils fournis par les **banques d'investissement**. Celles-ci reçoivent des frais assez importants pour leurs indications et ont donc tout intérêt à ce que l'activité autour des fusions-acquisitions soit constamment élevée.

Pour conclure cette section sur les stratégies sous-jacentes, il est important de noter qu'il est possible de poursuivre plusieurs buts au travers d'une seule et unique transaction (Nguyen et al., 2012).

Section 2.2 : Les sources de valeur

Comme décrit dans la section précédente, les opérations de fusion et acquisition ont, dans la plupart des cas, le but de créer de la valeur. Il y a différentes façons d'en créer qui sont résumées par Rosenbaum et Pearl (2022) :

- Tout d'abord, la source la plus connue réside dans les **synergies**. Ces dernières sont cruciales pour l'acheteur et vont conditionner l'offre de prix faite à la cible. Nous réservons la prochaine section pour approfondir ce concept central quand on parle des fusions-acquisitions.
- Une seconde source de valeur est conditionnelle aux **sources de financement**. Si la transaction est financée avec une partie importante de dettes, typiquement lors de Leveraged Buyouts (LBOs), cette levée de fonds peut alors se révéler créatrice de valeur. La dette va engendrer deux effets : premièrement, ce qu'on appelle en anglais la **tax optimization** (Ibrahimi & Meghouar, 2019). Les intérêts payés sur la dette sont, en effet, déductibles fiscalement et vont donc permettre des économies sur les taxes payées par l'acquéreur. C'est ce que la littérature réfère comme l'effet "Tax Shield" des intérêts payés sur la dette. Deuxièmement, le remboursement du principal de la dette entraîne une augmentation de l'equity value sur la base d'un euro pour un euro. Ce dernier aspect est uniquement valable en cas de rachat avec effet de levier (LBO).
- Une troisième source réside dans les **changements opérationnels** que l'acheteur peut réaliser dans l'entreprise cible afin d'améliorer ses flux de trésorerie. En effet, les opérations de fusion et acquisition vont impliquer un remaniement du management de la cible, une nouvelle vision et de nouveaux processus. Ceux-ci vont potentiellement permettre de résoudre des inefficacités présentes dans l'entreprise acquise. Des exemples d'améliorations opérationnelles possibles sont : une nouvelle gestion des stocks, une renégociation des termes de paiement avec les clients et fournisseurs, l'implémentation de nouveaux systèmes d'information ou encore un remaniement de la chaîne d'approvisionnement (Rosenbaum & Pearl, 2022).

En conclusion, les fusions-acquisitions créent de la valeur à travers des synergies, une augmentation du pouvoir de marché, des améliorations opérationnelles, une augmentation de la part de marché et une potentielle optimisation fiscale (Kumar, 2018).

Nous avons trouvé aussi intéressant de mettre en parallèle ces sources de valeur établies par la littérature avec une étude empirique réalisée par Meghouar (2016). Cette étude avait pour but de définir quelles caractéristiques financières font d'une firme une cible intéressante. Les résultats de cette dernière font état de quatre attributs typiques : une liquidité plus limitée que leurs paires dans l'industrie, des opportunités de croissance plus importantes que les firmes comparables, la possibilité de réaliser des synergies et une capacité d'endettement non utilisée. On peut voir un lien très clair avec les sources de valeur énoncées plus haut. En effet, les synergies et les importantes opportunités de croissance vont permettre des réductions de coûts et un accroissement des revenus et par conséquent une création de valeur. La même chose s'applique à la capacité d'endettement, qui peut être maximisée pour faire de l'optimisation fiscale. On voit par ce parallèle que les cibles sont choisies en fonction de la valeur qui peut ressortir. Cela nous confirme le constat fait au tout début de cette sous-section que la motivation principale derrière de telles opérations est la création de valeur.

Section 2.3 : Les synergies

Comme annoncé dans l'introduction, le présent mémoire se concentre sur la création de valeur lors d'opérations de fusion-acquisition. Il est donc naturel que nous nous penchions plus amplement sur les synergies qui représentent la motivation principale lorsque ces transactions sont effectuées à des fins d'augmentation de valeur (Kode et al., 2003).

Section 2.3.1 : Le concept de synergie

Golubov et al. (2013) nous indiquent qu'une « synergie est atteinte lorsque la valeur de la combinaison des deux entreprises est supérieure à la somme des deux valeurs autonomes. » (p. 6) [Notre traduction]. C'est ce qu'on décrit souvent par la formule « $1 + 1 > 2$ ». Rosenbaum et Pearl (2022) précisent que les synergies « réfèrent aux économies de coûts, les opportunités de croissance et les autres bénéfices financiers attendus résultant de la combinaison de deux entreprises » (p. 357) [Notre traduction]. Les synergies sont souvent

utilisées par l'acheteur pour justifier économiquement la transaction (Meier & Schier, 2019). Le rôle central de celles-ci contraste avec l'incertitude qui les entoure. En effet, il y a très souvent un écart entre les synergies attendues et celles effectivement réalisées une fois le deal entériné (Doré, 2006). Il est donc crucial de bien les évaluer ainsi que d'y associer une probabilité de réalisation.

Section 2.3.2 : Typologie des synergies

La littérature divise généralement les synergies en deux grandes catégories : les **synergies de coûts** et les **synergies de revenus** aussi appelées **de croissance** (Rosenbaum & Pearl, 2022). Meier et Schier (2019) les regroupent sous le nom de **synergies opérationnelles**. Nous verrons qu'il existe également d'autres types de synergies.

Synergies opérationnelles

Les synergies de coûts sont assez facilement quantifiables et ont tendance à avoir une probabilité de succès plus importante que les synergies de revenus qui sont plus spéculatives et donc plus difficiles à réaliser. Rosenbaum et Pearl (2022) nous donnent quelques exemples de ces diminutions de coûts :

- Les coûts du personnel. En effet, les entreprises n'ont pas besoin de deux CFO, CEO, etc. Les firmes peuvent donc procéder à des réductions d'effectifs pour diminuer la base de coût.
- Les économies d'échelle. Le coût unitaire de production peut, en effet, être réduit en répartissant les coûts fixes sur de plus larges volumes de production.
- Les économies de champ. Les firmes peuvent rationaliser des ressources communes en les affectant à plusieurs produits ou zones géographiques. Un exemple d'économie de champ est de combiner des lignes de produits dans une firme plutôt que de les produire dans deux firmes séparées (DePamphilis, 2021).
- La consolidation d'infrastructures qui se chevauchent. Par exemple, si les deux firmes ont des bureaux ou des lieux de vente voisins.
- Le prix des marchandises. En raison de l'accroissement de taille, à la suite de la transaction, le rapprochement d'entreprises va augmenter le pouvoir d'achat et donc réduire le prix unitaire à l'achat.

- L'arrêt de frais de Recherche et Développement (R&D) redondants entre les firmes.
- Eliminer les capacités excédentaires de production.
- Diminuer le budget commun pour le marketing.
- Standardiser des produits.
- Le transfert de bonnes pratiques.

En ce qui concerne les synergies de croissance, qui réfèrent aux possibilités accrues d'accroissement des ventes, Kumar (2018) en donne quelques exemples :

- Les ventes croisées des produits de l'entreprise cible par les chaines de distribution de l'acheteur.
- Étendre la distribution des produits de l'acquéreur au travers des chaines de vente de l'entreprise acquise.
- Tirer parti de la technologie, de la présence géographique ou du savoir-faire de la cible pour améliorer ou étendre ses offres de produits ou de services existants.
- Augmenter les prix des produits grâce aux potentiels gains de parts de marché ou à la réduction de la concurrence à la suite de la transaction.

Autres synergies

DePamphilis (2021) ajoute à cela les ***synergies de financement***. Ces dernières font référence à l'impact sur le coût du capital, de l'acheteur ou de l'entreprise nouvellement formée (en cas de fusion), de la transaction. Il existe différentes synergies financières qui peuvent diminuer le coût du capital du nouvel ensemble :

- L'augmentation de la capacité d'endettement des entreprises combinées (Meier & Schier, 2019). La dette est généralement considérée comme une source de financement moins onéreuse que les fonds propres. L'ajustement de la structure du capital pour y inclure davantage de dettes peut alors réduire le coût du capital.
- Par une optimisation fiscale résultant directement de la manière avec laquelle le deal est financé (Meier & Schier, 2019).
- Le regroupement peut aussi permettre de réduire le coût d'accès (les coûts de transaction et les frais d'acquisition de titres) aux marchés de capitaux (DePamphilis, 2021 ; Meier & Schier, 2019).

- Une absence de corrélation entre les cash flows des entreprises qui se regroupent (DePamphilis, 2021 ; Kumar, 2018). Cela va permettre de diminuer le risque et donc d'augmenter la capacité d'endettement de la firme combinée.
- En permettant une meilleure concordance des opportunités d'investissement avec les fonds générés de manière interne (DePamphilis, 2021). Par exemple, si une entreprise mature qui a du cash excédentaire et peu d'opportunités d'investissement acquiert une autre, en pleine croissance avec des liquidités limitées par rapport aux nombreuses opportunités d'investissement. Les firmes combinées pourraient alors bénéficier d'un coût d'emprunt plus faible. Par conséquent, en acquérant une cible présentant des opportunités d'investissement prometteuses, le profil de risque de l'entreprise combinée peut s'améliorer, ce qui entraîne une réduction du coût global du capital.

Un autre type de synergie est lié aux **dépenses d'investissement**/Capex (Investment Banking, 2018). En effet, les exigences d'investissement dans le fonds de roulement – working capital en anglais – et dans les actifs fixes de l'entité combinée sont réduites en recourant, par exemple, à l'utilisation croisée des usines.

Meier et Schier (2019) ajoutent également les **synergies managériales**. Ces dernières font référence au possible transfert de savoir-faire et de connaissances de l'acheteur vers la cible et dans le chemin inverse.

Enfin, un dernier type réside dans les **synergies liées aux considérations fiscales** (DePamphilis, 2021). En effet, une opération de fusion-acquisition peut permettre d'acquérir les pertes d'exploitation nettes de la cible qui sont déductibles fiscalement. Il est important de noter qu'aux Etats-Unis, l'Internal Revenue Service (IRS), l'agence en charge de la collecte de diverses taxes dont l'impôt sur le revenu, a autorité pour interdire un deal dont l'unique motivation serait d'éviter de payer des taxes (Berk & DeMarzo, 2019).

En conclusion, il est important de noter que l'importance ainsi que la probabilité de réalisation des synergies ont tendance à être plus grandes lors d'opérations de fusion-acquisition établies au sein d'une même industrie ou dans des secteurs étroitement liés (Rosenbaum & Pearl, 2022).

Section 2.3.3 : Synergie et valorisation

Quand on parle des synergies au niveau de la valorisation de la cible, on l'associe à la prime payée par rapport à la valeur de marché (Kode et al., 2003). Cette dernière est appelée la **prime d'acquisition**. Elle est définie comme « le prix payé pour une entreprise cible qui dépasse sa valeur marchande avant l'acquisition » [Notre traduction] (Hitt et al., 2009, p.2). L'évaluation de ces synergies (taille et probabilité de réalisation) joue donc un rôle crucial dans le prix payé par l'acheteur à la conclusion du deal. Il est, en effet, important de ne pas surévaluer les synergies auquel cas l'acquisition ne produirait pas des rendements positifs (Hitt et al., 2009). Il est évident que pour générer un rendement positif, la prime d'acquisition ne peut pas dépasser les synergies estimées. D'ailleurs, même si celles-ci sont correctement évaluées, cela reste un challenge de les réaliser une fois entré dans la phase d'intégration. Le deal peut alors produire un rendement négatif si les synergies effectivement réalisées se révèlent inférieures à la prime consentie par l'acheteur.

Cette prime peut néanmoins avoir d'autres sources que les synergies potentielles. Hitt et al. (2009) en énoncent plusieurs :

- Une première cause est liée aux **gains personnels** que peut tirer le manager de la transaction. Il y a deux facettes à cette première source. D'un côté, étant donné qu'une fusion-acquisition agrandit la taille de l'entreprise, cela engendre souvent un effet positif sur le salaire du manager et augmente son pouvoir. Le manager a donc tendance à être généreux dans son offre pour être sûr que la transaction ait lieu. D'un autre côté, si la transaction a pour motivation de diversifier l'entreprise, nous avons vu que cela réduisait le risque pour l'emploi du manager (cf. Partie 1 – Section 2.1). Ce dernier a donc un gain personnel au cas où la transaction se réalise et offre donc une prime élevée pour conclure celle-ci. Pan et al. (2021) corroborent ce phénomène en ajoutant que la transaction représente une source de revenus alternative pour les cadres. Ils définissent également deux caractéristiques qui vont amplifier ce phénomène, à savoir, si les exécutifs sont en poste depuis longtemps et si les incitations à la réputation de ceux-ci dans l'entreprise sont faibles.
- Une seconde cause possible est associée à **l'hurbis hypothesis** dont on a parlé précédemment (cf. Partie 1 – Section 2.1). En ce qui concerne la prime, l'hurbis se

traduit par un excès de confiance des cadres quant à leur capacité à atteindre les synergies prévues à l'issue du deal. L'entreprise va alors payer un premium bien trop important et ne pas gagner les rendements nécessaires pour compenser la prime payée.

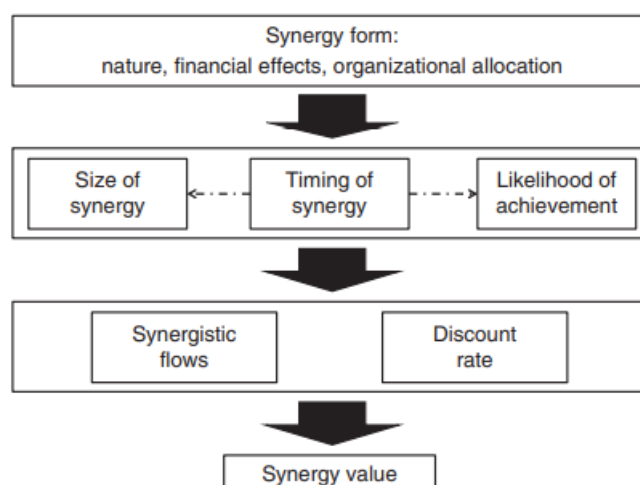
- Deux autres facteurs qui influencent la prime d'acquisition sont : la **compétition** entre plusieurs acheteurs potentiels qui va pousser la prime à la hausse pour gagner le deal, et d'éventuelles **bonnes relations** entre les conseils d'administration des entreprises engagées dans la transaction.

Sirower et Weirens (2022) ajoutent à ces raisons trois autres éléments susceptibles d'impacter la prime d'acquisition. Premièrement, les entreprises ont souvent un manque de réelle stratégie en place en ce qui concerne les F&A. Ce manque de familiarité avec des éléments cruciaux des stratégies d'acquisition peut mener à un paiement excédentaire. Deuxièmement, un manque de connaissances sur la cible peut aussi être une cause de prime excessive. Enfin, des problèmes dans la phase d'intégration qui vont réduire l'importance des synergies réalisées peuvent aussi mener à un paiement excessif.

La taille du premium payé va conditionner la performance de l'acquisition. Une prime d'acquisition importante est fortement susceptible de mener à une pauvre performance de l'opération (Hitt et al., 2009). Pour démontrer cela, Sirower et Weirens (2022) ont mené une enquête qui nous donne des chiffres éloquentes. Sur l'échantillon qu'ils ont utilisé, le premium moyen était de 30,1%. La prime moyenne payée pour les transactions qui ont une mauvaise performance sur le long terme est de 33,8% contre 26,6% pour celles dont la performance est bonne. On voit clairement que l'importance de la prime va influencer le succès de l'opération.

Nous avons longuement insisté sur l'importance de la valorisation des synergies, mais comment les estimer concrètement ? Garzella et Fiorentino (2014) ont établi un modèle afin de mesurer les synergies (voir *Figure 1*). Ce modèle compte 4 étapes et le développement d'un tel modèle augmente, selon eux, la probabilité de succès du deal.

Figure 1: Modèle de valorisation des synergies



Source: Garzella et Fiorentino (2014, p. 1210)

Damodaran (2005) décrit la première phase comme la définition de la forme que va prendre la synergie. Premièrement, il faut déterminer la nature de celle-ci, c'est-à-dire, définir à quelle catégorie on a affaire. Deuxièmement, cette étape initiale sert à comprendre quelle influence va exercer la synergie étudiée sur ce que Damodaran (2005) appelle les quatre éléments du processus d'évaluation. Ces derniers sont :

- 1) Des flux de trésorerie plus élevés provenant des actifs existants
- 2) Des taux de croissance attendus plus élevés
- 3) Une période de croissance plus longue
- 4) Un coût du capital plus faible

Chaque type de synergie, que nous avons défini dans la *section 2.3.2*, présente un impact différent. Enfin, cette première partie sert aussi aux dirigeants pour clarifier où le flux synergique peut être attribué : à une unité stratégique opérationnelle, à une division ou au niveau de l'entreprise.

Lors de la deuxième étape, les cadres doivent attribuer une valeur aux différentes synergies pour avoir une estimation de la taille de chacune des catégories (Garzella & Fiorentino, 2014). Ensuite, il faut déterminer le timing de réalisation de celles-ci, c'est-à-dire, à quel moment chacune va affecter les flux de trésorerie. Les synergies se manifestent rarement de façon instantanée, mais elles ont plus de chances de se manifester au fil du temps (Damodaran, 2005). Puisque la valeur d'une synergie est la valeur actuelle des flux de trésorerie qu'elle crée, plus elle met de temps à se manifester, moins sa valeur est élevée. C'est ce qu'on appelle la

valeur temporelle de l'argent – time value of money en anglais. Au plus la synergie sera réalisée tard, au plus sa valeur actuelle sera faible car le facteur d'actualisation sera plus grand. La dernière chose à estimer dans cette seconde phase concerne les probabilités de réalisation de chaque synergie (Garzella & Fiorentino, 2014).

En ce qui concerne la troisième étape, on va multiplier la valeur de chacune d'entre elles par leur probabilité respective afin d'obtenir les flux synergiques individuels. La valeur finale de la synergie sera obtenue par l'actualisation des résultats des périodes intermédiaires (Garzella & Fiorentino, 2014). Cette actualisation est obtenue en divisant chaque flux synergique par un facteur d'actualisation qui va dépendre du timing de survenance de la synergie. Au final, en additionnant les valeurs actualisées de chaque synergie on obtient la valeur totale des synergies.

Section 2.3.4 : Di-synergies et Co-synergies

Feldman et Hernandez (2022) ajoutent un élément crucial quant à la valeur totale créée au travers des synergies. En effet, nous avons vu avec le modèle de valorisation de synergies (voir *Figure 1*), que nous devons additionner les flux synergiques actualisés des différentes synergies pour obtenir leur valeur totale. Il y a effectivement un autre facteur à prendre en compte : la mesure dans laquelle chaque catégorie interagit avec les autres (Feldman & Hernandez, 2022).

D'un côté, une **co-synergie** apparaît quand deux types de synergie vont se compléter l'un l'autre, c'est-à-dire, qu'une augmentation dans un des deux types entraîne une augmentation de la valeur créée par l'autre (Feldman & Hernandez, 2022).

De l'autre côté, une **di-synergie** apparaît lorsque deux types de synergie se substituent l'un à l'autre, c'est-à-dire, que l'augmentation de l'un va diminuer la valeur créée par l'autre (Feldman & Hernandez, 2022).

Il est important de noter que co-synergie et di-synergie ne correspondent pas à une corrélation positive ou négative entre les sortes de synergies (Feldman & Hernandez, 2022). En effet, une paire de synergies peut coexister assez fréquemment sans pour autant se compléter ou se substituer.

En conclusion, il est donc essentiel que les dirigeants prennent en compte les interactions entre les différents types de synergies lors de la valorisation de celles-ci.

Section 3 : La performance des fusions-acquisitions

Maintenant que nous avons clarifié les concepts gravitant autour des opérations de croissance externe, ainsi qu'analyser leurs raisons d'être, il est temps de se pencher sur ce qui ressort de telles transactions.

Section 3.1 : Etat des lieux

La performance des fusions-acquisitions est un sujet qui a généré un nombre impressionnant d'études. Néanmoins, la communauté académique reste très divisée sur les bénéfices de telles opérations. Il n'existe pas de consensus quant à l'issue des F&A. En effet, certains chercheurs concluent que les acquisitions ne délivrent pas la valeur attendue et vont même détruire de la valeur (Sirower & Weirens, 2022 ; Hitt et al., 2009). Pour corroborer cela, Cartwright et Schoenberg (2006) rapportent des taux d'échecs aux alentours de 45%. Un nombre important d'études financières s'accordent néanmoins sur le fait que les opérations de croissance externe ont plus tendance à profiter, à court terme, aux actionnaires de la cible (Aribou, 2017 ; Cartwright & Schoenberg, 2006). Cette grande diversité de conclusions obtenues peut s'expliquer par différents facteurs. Meier et Schier (2019) avancent deux raisons possibles. Premièrement, l'unicité de chaque échantillon étudié dans l'ensemble des recherches académiques. Il y a effectivement une diversité dans les lieux, les types d'opérations, les périodes et les secteurs d'activité utilisés pour construire les populations analysées. Deuxièmement, il y a aussi une différence dans les méthodes de mesure utilisées. Certaines études se focalisent sur le court terme, d'autres sur le long terme. De même, certaines utilisent la méthodologie financière tandis que d'autres s'appuient sur une approche comptable. Nous verrons les spécificités de chacune dans la section suivante (*Section 3.2*). Cette incohérence dans les résultats des différentes études est donc globalement expliquée par le fait que chaque transaction est unique (Das & Kapil, 2012).

Ce manque de consensus on le retrouve aussi dans la façon de mesurer la performance de telles transactions (Meglio & Risberg, 2011).

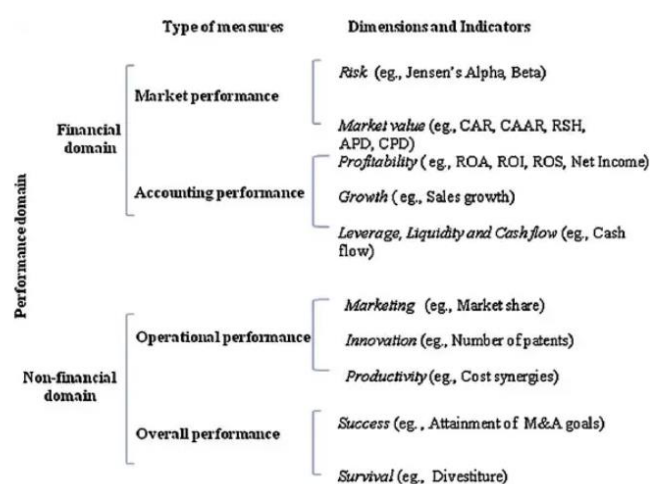
En conclusion, il y a clairement un manque de consensus quant au résultat d'une opération de fusion-acquisition sur le long terme pour les investisseurs de la firme acquéreuse, ainsi que quant à la manière de mesurer cette performance.

Section 3.2 : Mesurer la performance

Comme présenté précédemment, il n'y a pas d'entente commune entre les disciplines concernant la manière de mesurer la performance d'opérations de fusion-acquisition. Il existe effectivement des divergences dans ce qui est mesuré. Meglio et Risberg (2011) identifient deux domaines d'indicateurs de performance : les **mesures financières** et **non-financières**.

Les universitaires ont tendance à utiliser des indicateurs financiers pour mesurer la performance (Meglio & Risberg, 2011). Néanmoins, comme la *Figure 2* le montre, il est possible de mesurer cette dernière sur base de données non financières.

Figure 2: Les mesures de performance des F&A



Source: Meglio & Risberg (2011, p. 422)

Zollo et Meier (2008) identifient quant à eux douze méthodes différentes. Les approches, qu'ils identifient, varient selon que les mesures sont subjectives ou objectives, court terme ou long terme, issues d'une analyse au niveau organisationnel ou au niveau de l'efficacité des processus liés à la transaction. Nous pouvons résumer ce grand nombre de méthodologies en trois écoles de pensées. Les deux premières sont liées au domaine financier (voir *Figure 2*), à savoir, **l'approche financière** et **l'approche économique et comptable** (Meier & Schier, 2019 ; Ferchichi & Souam, 2015 ; Chalençon, 2011). La troisième n'est pas liée au domaine financier (voir *Figure 2*), mais utilise plutôt des **mesures subjectives** (Chalençon, 2011). Sous cette dernière approche, la performance peut être, par exemple, estimée par rapport à l'atteinte des objectifs (financiers et stratégiques) de la transaction. Pour cela, on demande aux différents acteurs de la transaction leur perception en ce qui concerne l'atteinte des dits

objectifs (Chalençon, 2011). Cependant, très peu de recherches en finance mobilisent ce genre de méthodologies, raison pour laquelle nous n’y accorderons pas davantage d’attention dans la suite de ce travail.

Nous nous retrouvons donc avec deux grandes approches que nous allons développer en détail.

Section 3.2.1 : L’approche financière

Cette démarche se sert de la méthodologie de ***l’étude de l’évènement***, qui « définit ainsi la performance d’une entreprise en termes de variations de sa valeur boursière » (Chalençon, 2011, p. 9). Elle prend le point de vue des actionnaires qui sont alors considérés comme les principaux intéressés par la performance de l’opération. Les études évènementielles sont utilisées en finance pour analyser la réaction des marchés boursiers suite à un évènement, qui dans notre cas est l’annonce d’une opération de fusion-acquisition (Das & Kapil, 2012). Étant donné qu’elle repose sur la méthodologie de l’étude d’évènement, l’approche financière fait l’hypothèse d’une efficience semi-forte des marchés (Aribou, 2017). Pour rappel, cette hypothèse implique que le marché va directement incorporer les impacts de l’opération, en termes de création de valeur, dans le prix des actions et ce dès l’annonce du deal (Meier & Schier, 2019).

La performance boursière peut être étudiée à court terme ou à long terme. L’horizon de temps va conditionner l’approche. La méthode pour un horizon court terme repose sur le calcul du taux de rentabilité anormal (AR en anglais) en se basant sur le ***modèle de marché***. La performance anormale est alors obtenue en établissant la différence entre le taux de rendement le jour de l’évènement (ici, l’annonce du deal) et un taux de rentabilité dit de contrôle. Ce dernier peut être déterminé de différentes manières. Il peut s’agir d’un taux observé dans une période déterminée avant l’évènement (Ferchichi & Souam, 2015 ; Corrado, 2010). Cette dernière est communément une période de 200 jours ouvrables commençant un certain temps avant la date de l’annonce (Laabs & Schiereck, 2008). Ce taux contrôle peut aussi être basé sur le Modèle D’Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF). Cela consiste à calculer le rendement attendu de l’actif étudié, en l’absence de l’évènement, en fonction de sa corrélation avec le marché (Rahman et al., 2017). Si on analyse plusieurs jours autour de l’évènement, on parlera de taux de rentabilité anormal cumulé (CAR en anglais).

Pour ce qui est de la performance à long terme, c'est plus complexe étant donné de nombreux problèmes statistiques. Ceux-ci sont aussi présents pour les études d'évènement à court terme, mais avec un horizon de temps plus large ils sont exacerbés. Kothari et Warner (2007) listent ces enjeux : la modélisation de l'ajustement au risque et des rendements anormaux, le cumul des rendements anormaux spécifiques aux titres et enfin, les tests de la significativité statistique des rendements anormaux calculés. Il existe trois méthodes communes pour mesurer la performance ajustée au risque pour un horizon de temps plus grand. La première est simplement de garder la même méthode que pour les études à court terme, à savoir l'analyse des **CARs** (El Ghouli et al., 2022). Cependant, cela veut dire faire l'hypothèse forte que les paramètres du modèle, incluant le risque, sont stables sur la fenêtre d'évènement. Cela veut aussi dire qu'on ne prend pas en compte la composition des rendements.

La deuxième est la plus utilisée dans les recherches empiriques avec un horizon long terme. Elle concerne l'approche de la correspondance basée sur les caractéristiques. Elle consiste à calculer les "**buy-and-hold abnormal returns**". Cela revient à comparer les taux de rentabilité mensuels composés, sur la période étudiée, de l'entreprise acquéreuse avec ceux d'une société contrôle (Laabs & Schiereck, 2008). Cette dernière a un book-to-market ratio similaire à celui de la firme acquéreuse, une taille comparable et est active dans le même secteur (Meier & Schier, 2019). Ceci est résumé par la formule suivante (Laabs & Schiereck, 2008) :

$$BHAR_{i,T} = \prod_{t=s}^{s+T} (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=s}^{s+T} (1 + R_{\text{firmecontrôle},t})$$

Où,

$BHAR_{i,T}$ est le buy-and-hold abnormal return de l'entreprise i sur T mois.

$R_{i,t}$ est la rentabilité mensuelle de la société i au mois t.

$R_{\text{firmecontrôle},t}$ est la rentabilité de la firme contrôle au mois t.

La troisième méthode est l'approche temporelle calendaire - **calendar time approach** en anglais - qui utilise le modèle à trois facteurs de Fama et French (1996) pour déterminer le rendement anormal de la société acquéreuse. Ce dernier est obtenu en régressant une série chronologique des rendements excédentaires des acquéreurs (rendement moins le taux sans risque) avec la série des rendements excédentaires du marché, la série de la différence de

rendement entre les petites et les grandes entreprises, et la série des différences de rendement entre les entreprises ayant un book-to-market ratio élevé et faible (Laabs & Schiereck, 2008).

De manière générale, les résultats des études d'évènement suggèrent un effet positif de la transaction sur l'entreprise cible et donc pour ses actionnaires. On observe effectivement que, dans une fenêtre temps courte autour de l'annonce du deal, le prix de l'action de la firme acquise croît (Das & Kapil, 2012). En ce qui concerne l'acheteur, l'impact de la transaction sur sa performance n'est pas significativement différent de zéro (Navatte & Schier, 2008).

Pour confirmer ces conclusions, nous allons passer en revue une étude menée, entre mai 2013 et septembre 2013, par Shah et Arora (2014). Celle-ci a été menée sur un échantillon de 37 fusions et acquisitions qui ont eu lieu en Asie Pacifique. C'est une étude évènementielle qui s'est penchée sur la réaction du marché boursier à la suite de l'annonce de chacun de ces deals. Différentes fenêtres d'évènement ont été analysées, à savoir deux jours autour de l'annonce ainsi que cinq, sept et dix jours. Nous établissons également la notation suivante pour la suite de ce travail : les fenêtres d'évènement seront notées $[-x ; +x]$ ou $\pm x$, avec x étant le nombre de jours avant et après l'annonce. Un autre élément important de cette analyse est le test de la significativité des rendements anormaux obtenus. L'une des caractéristiques intéressantes de cette recherche est qu'elle considère l'acheteur et la cible chacun de leur côté. Nous allons donc pouvoir mettre les résultats directement en lien avec les constats faits dans le paragraphe précédent. Pour ce qui est de l'entreprise acquéreuse, les auteurs trouvent des rentabilités anormales cumulées (CARs) positives peu importe la fenêtre d'évènement. Cependant, ces résultats ne sont pas statistiquement significatifs à des niveaux de confiance de 90%, 95% et 99%. Cela veut dire qu'on ne peut pas rejeter l'hypothèse nulle qui stipule que les CARs des firmes faisant l'offre sont égales à zéro. Pour ce qui est de la cible, les rentabilités anormales sont aussi positives pour l'ensemble des périodes étudiées et sont statistiquement significatives avec un niveau de confiance de 99%. Par exemple, pour la fenêtre d'évènement $[-5 ; +5]$ la CAR moyenne entre les 37 entreprises acquises est de 10%. Ces résultats sont en ligne avec ceux des études dont on a parlé précédemment, excepté pour les acquéreurs. En effet, les études sont plus divisées à leur sujet. Certaines recherches rapportent des CARs négatives pour ces derniers.

Pour avoir une vue plus globale de ces divergences, nous allons passer en revue d'autres études. Nous les avons sélectionnées en vue de couvrir une large zone géographique et une large période de temps afin d'avoir la vue la plus globale possible.

Nous avons regroupé celles-ci dans un tableau (voir *Tableau 1*):

Tableau 1: Résultats d'études d'évènement à court-terme par rapport à la performance des firmes acquéreuses

Étude	Échantillon	Fenêtre d'évènement	Rentabilité anormale cumulée (CAR)	Significatif ?
Andrade et al. (2001)	3,668 F&A complétées sur le marché américain entre 1973 et 1998	[-1 ; +1]	-0.7%	Non à un seuil de 5%
	3,668 F&A complétées sur le marché américain entre 1973 et 1998	[-20 ; +20]	-3.8%	Non à un seuil de 5%
Campa et Hernando (2004)	262 transactions au sein de l'Union Européenne entre 1998 et 2000	[-30 ; -1]	0.88%	Non à un seuil de 5%
	262 transactions au sein de l'Union Européenne entre 1998 et 2000	[-1 ; +1]	0.44%	Non à un seuil de 5%
	262 transactions au sein de l'Union Européenne entre 1998 et 2000	[-30 ; +30]	0.56%	Non à un seuil de 5%
Uddin et Boateng (2009)	373 F&A au Royaume Uni entre 1994 et 2003	[-10 ; +10]	-1.01%	Non

Alexandridis et al. (2017)	20,834 deals aux USA entre 1990 et 2009	[-1 ; +1]	1.21%	Oui à un seuil de 1%
	3,538 deals aux USA entre 2010 et 2015	[-1 ; +1]	1.42%	Oui à un seuil de 1%
Li et Yu (2018)	125 F&A en Europe Occidentale entre 1999 et 2019	[-1 ; +1]	1.27%	Oui à un seuil de 1%
	125 F&A en Europe Occidentale entre 1999 et 2019	[-10 ; +10]	2.23%	Oui à un seuil de 1%
	125 F&A en Europe Occidentale entre 1999 et 2019	[-20 ; +20]	2.71%	Oui à un seuil de 5%
Andriuskevicius (2019)	3,040 F&A au sein de l'UE entre 2004 et 2017	[-1 ; +1]	7.08%	Oui à un seuil de 1%
	3,040 F&A au sein de l'UE entre 2004 et 2017	[-10 ; -2]	0.07%	Oui à un seuil de 1%
	3,040 F&A au sein de l'UE entre 2004 et 2017	[+2 ; +30]	1.96%	Oui à un seuil de 5%
Hussain et al. (2022)	9,327 F&A dans 30 pays à travers le monde entre 2004 et 2016	[-2 ; +2]	0.8%	Oui à un seuil de 1%

Ce tableau illustre bien la divergence dans les conclusions des nombreuses études menées, et ce au cours des 20 dernières années et à travers le monde.

Section 3.2.2 : L'approche économique et comptable

La deuxième grande approche pour mesurer la performance des fusions-acquisitions se situe au niveau des mesures économiques ou comptables. Là où on parlait de la méthodologie de

l'étude de l'évènement pour la performance boursière, on va parler ici d'**études comptables** (Grigorieva & Petrunina, 2015). Cette seconde approche nécessite d'examiner les états financiers de l'acheteur avant et après l'opération. Le but est de voir comment a évolué la performance opérationnelle de celui-ci. Il existe une méthode fréquemment utilisée pour estimer la performance de l'acquéreur. Elle consiste à comparer les résultats financiers des firmes ayant entrepris une croissance externe avec ceux d'un ensemble d'entreprises comparables en termes de taille, d'industrie, etc. appelé échantillon contrôle (Meier & Schier, 2019 ; Chalençon, 2011). Ce dernier est composé de sociétés n'ayant pas opté pour un rapprochement d'entreprises. On appelle cela la **technique du pairage** (Meier & Schier, 2019 ; Ferchichi & Souam, 2015).

Les académiciens se basent sur une série d'indicateurs pour évaluer l'effet de la transaction sur la performance des entreprises concernées par celle-ci (Chalençon, 2011). Thanos et Papadakis (2012) ont mené une recherche pour déterminer précisément quelles mesures comptables sont employées par ces chercheurs. Les auteurs les divisent en trois grandes catégories :

1. Les ratios. Cela inclut le rendement des actifs (ROA), la rentabilité des ventes (ROS), le retour sur investissement (ROI) ou encore le rendement des capitaux propres (ROE).
2. Les mesures de croissance comme le profit et les ventes.
3. Les flux de trésorerie d'exploitation.

Chalençon (2011) classe, elle, les indicateurs selon qu'ils soient liés à la rentabilité, à la taille ou encore à la structure financière de l'entreprise.

Selon l'étude de Thanos et Papadakis (2012), le ROA est l'indicateur le plus utilisé dans les études comptables. Cela s'explique par le fait que ce ratio est affecté par moins de biais que le ROE ou le ROS. Chalençon (2011) remarque que les flux de trésorerie sont aussi un indicateur prépondérant dans les différentes recherches empiriques effectuées. Meier et Schier (2019) constatent que l'évolution des parts de marché ou des ventes, la rentabilité économique et la rentabilité financière sont des mesures fréquemment utilisées. Dans les faits, la ou les mesures choisies sont calculées avant l'opération et sur une période après la transaction. A noter que l'année où la fusion ou l'acquisition a pris place est exclue de cette période. On fait ensuite la différence entre les deux valeurs obtenues (Thanos & Papadakis,

2012). Si celle-ci est positive, le deal est considéré comme réussi. Dans le cas contraire, on considère que la transaction a détruit de la valeur (Thanos & Papadakis, 2012).

Les résultats des études sont assez stupéfiants étant donné que dans près de 50% des cas la performance économique et comptable se détériore à la suite d'une fusion-acquisition (Meier & Schier, 2019). Néanmoins, comme pour l'approche financière, il n'y a pas de consensus et de nombreuses divergences existent entre les différentes recherches disponibles dans la littérature. Nous avons passé en revue une série d'études pour illustrer ces conclusions contradictoires.

Nous les regroupons sous forme de tableau (voir *Tableau 2*) :

Tableau 2: Résultats d'études comptables sur la performance économique de l'entreprise acquéreuse après la transaction

Étude	Échantillon	Indicateur(s) étudié(s)	Impact sur la performance économique
Mantravadi et Reddy (2008)	68 fusions en Inde entre 1991 et 2003	Indicateurs de rentabilité (marge brute, ROE, etc.) et ratio dettes sur fonds propres	Amélioration
Kumar (2009)	30 fusions en Inde entre 1999 et 2002	ROE, taux de rotation des actifs et ratio dettes sur fonds propres	Pas d'amélioration
Grigorieva et Petrunina (2015)	549 F&A entre 2003 et 2009 dans différents pays	EBITDA/Valeur comptable des actifs, EBITDA margin	Détérioration

Ces trois études reflètent bien que tous les chercheurs n'arrivent pas aux mêmes conclusions. Plusieurs raisons sont avancées pour ces divergences dans les recherches empiriques. Chalençon (2011) évoque de potentiels biais méthodologiques qui émaneraient des différentes et nombreuses approches possibles, et le caractère multidimensionnel de ces opérations. Il est donc important d'utiliser différentes techniques afin de vérifier la robustesse d'un résultat.

Section 3.3 : Déterminants de la performance

La littérature a identifié une série d'éléments qui vont avoir une influence sur l'issue d'une opération de fusion-acquisition (Kalsie & Singh, 2021 ; Chalençon, 2011 ; Laabs & Schiereck, 2008). Il existe un certain nombre de facteurs qui vont conditionner le résultat des F&A. Nous allons les explorer dans cette section afin de pouvoir mieux expliquer la performance de ces dernières. En effet, le fait d'être l'acquéreur ou la cible ne constitue pas le seul déterminant de la performance des fusions-acquisitions. Des critères tels que le mode de paiement, le degré de proximité entre la cible et l'acquéreur, le caractère de la transaction (hostile ou amicale), l'origine géographique de la cible, la nature de l'acquéreur, le secteur de la cible et de l'acquéreur, la taille de la cible, la rémunération des dirigeants, la régulation des secteurs, la réputation des conseillers externes ou encore l'éventuelle cotation de la cible entrent en jeu (Meier & Schier, 2019 ; Laabs & Schiereck, 2008 ; Navatte & Schier, 2008). Nous allons revoir, tour à tour, dans la suite de cette *Section 3.3* une partie de ceux-ci en détail.

La méthode de paiement

Comme présenté dans la première section de cette revue de la littérature, une opération de fusion-acquisition peut être financée en cash, en actions ou par un mix des deux (Lamon & Cheruy, 2015 ; Chalençon, 2011). Les études événementielles menées pour voir l'effet du mode de paiement montrent qu'un règlement en cash a tendance à entraîner une meilleure performance (Kalsie & Singh, 2021 ; Meier & Schier, 2019 ; Uddin & Boateng, 2009). Pour illustrer cela, nous avons regroupé les résultats de différentes études (voir *Tableau 3*) :

Tableau 3: Résultats d'études d'évènement à court-terme par rapport à l'influence de la méthode de paiement sur la performance de l'acquéreur

Étude	Fenêtre d'évènement	CAR moyenne transactions en cash	CAR moyenne transactions en actions	Significatif ?
Fuller et al. (2002)	[-2 ; +2]	1.78%	1.25%	Oui à un seuil de 1%
Uddin et Boateng (2009)	[-5 ; +5]	0.33%	-0.93%	Oui pour en cash à un seuil de 10% et non pour en actions

Ce tableau appuie l'hypothèse qui affirme que les acquisitions en cash performant mieux que celles financées par d'autres moyens (actions ou mix actions et cash). Cela peut s'expliquer par différentes raisons. Une première vient du fait que l'acheteur a tendance à payer en actions si ce dernier estime que les siennes sont surévaluées par le marché, et en cash s'il considère l'actif ciblé comme sous-évalué (Kalsie & Singh, 2021 ; Chalençon, 2011 ; Navatte & Schier, 2008). Par conséquent, en payant en actions l'acquéreur va envoyer un signal au marché que son titre est surévalué, les investisseurs vont alors avoir tendance à vendre l'action de la firme acquéreuse (Kalsie & Singh, 2021). Son cours boursier va alors baisser à la suite de la transaction. En payant en cash, le mécanisme est inverse. Cette méthode de paiement envoie aussi un signal fort au marché car un règlement en liquide est plus risqué. Cela montre une certaine confiance du management dans sa capacité à extraire du deal des synergies considérables (Kalsie & Singh, 2021). Le marché réagira alors en achetant l'action de l'acheteur et celui-ci va réaliser des rendements anormaux (ARs) positifs à la suite de la transaction.

Le degré de proximité entre la cible et l'acquéreur

Nous avons vu trois grands types de fusion-acquisition, à savoir les F&A verticales, horizontales et conglomerales (Chalençon, 2017). Uddin et Boateng (2009) parlent d'acquisitions liées ou non liées. Les premières font référence aux F&A verticales et horizontales, tandis que les non-liées font référence aux F&A conglomerales. Ces dernières sont menées dans un but de diversification. Kalsie et Singh (2021) affirment que les synergies sont plus facilement atteignables si la cible et l'acquéreur sont actifs dans des secteurs similaires. Les études tendent donc à appuyer l'hypothèse que les fusions-acquisitions liées ramènent des rendements anormaux plus importants (Kalsie & Singh, 2021 ; Rhéaume & Bhabra, 2008). Comme toujours, il n'y pas d'entente commune quant à une surperformance des F&A verticales et horizontales par rapport à des F&A conglomerales. Toutes les études empiriques réalisées ne vont pas dans le même sens, même si un consensus semble s'être dessiné et reconnaît une rentabilité anormale plus grande pour les transactions liées (Meier & Schier, 2019 ; Chalençon, 2011).

Le caractère de la transaction

Une acquisition peut être hostile ou amicale (Rosenbaum & Pearl, 2022 ; Meier & Schier, 2019). Une offre hostile a typiquement été refusée initialement par le management de la cible (Sudarsanam & Mahate, 2006). C'est alors aux actionnaires de cette dernière de décider s'ils acceptent de vendre leurs actions à l'acquéreur. Les acheteurs hostiles sont souvent décriés dans la littérature, c'est pourquoi nous trouvons intéressant d'examiner les raisons qui peuvent pousser à suivre une approche non amicale. Rosenbaum et Pearl (2022) évoquent deux raisons possibles. La première est le cas où il y a un nombre limité d'acheteurs potentiels et que l'acquéreur souhaite éviter des négociations de prix. La seconde, est lorsque la transaction doit être finalisée rapidement dans le but de réduire les fuites dans le marché. Les études empiriques montrent que les actionnaires de la cible sont les grands gagnants en cas d'offre hostile (Hamza, 2009 ; Goergen & Renneboog, 2003). En effet, le marché s'attend alors à ce que l'opposition à l'offre conduise à des révisions à la hausse du prix de celle-ci (Goergen & Renneboog, 2003). La résistance du management de la cible engendre des rendements anormaux significativement négatifs pour l'acquéreur et inversement pour l'entreprise acquise. C'est le seul consensus dans la littérature. Pour le reste la littérature est très divisée. Il est également difficile d'étudier l'influence du caractère de l'acquisition. Notamment en Europe continentale où l'actionnariat est très concentré ce qui laisse peu de place à d'éventuelles offres non amicales (Hamza, 2009 ; Goergen & Renneboog, 2003).

En conclusion, du point de vue de la cible, nous pouvons affirmer qu'une acquisition hostile va induire une surperformance au moins à court terme, tandis que nous ne pouvons pas établir un postulat clair en ce qui concerne l'acquéreur (Meier & Schier, 2019). Les études ont tendance à conclure à soit des rendements anormaux négatifs, soit à l'absence de ARs significatifs pour l'acheteur (Meier & Schier, 2019 ; Hamza, 2009 ; Goergen & Renneboog, 2003). D'autres recherches concluent que les acquéreurs hostiles génèrent une plus grande valeur que les amicaux (Sudarsanam & Mahate, 2006).

Taille relative de la cible

Un autre facteur important à prendre en compte réside dans la relation entre le rapport de taille entre l'acquéreur et sa cible d'un côté, et la performance de la firme acquéreuse de l'autre. De nombreuses études ont abordé l'effet d'une augmentation de taille sur la performance de la société acheteuse, les conclusions sont divergentes.

Certaines études démontrent une relation positive et significative statistiquement entre la taille de la cible et la rentabilité anormale de l'acquéreur. Numériquement, Fuller et al. (2002) ont mené une enquête sur 3135 transactions aux Etats-Unis dans les années 1990. Ils ont trouvé des rendements anormaux cumulés moyens de 1,03% lorsque la cible a une taille égale à moins de 5% de celle de l'acheteur, et de 3,23% pour une taille égale à 20% ou plus de celle de l'acquéreur. Une surperformance due à une taille plus grande de la cible peut se justifier par la possibilité de générer des synergies beaucoup plus importantes (Chalençon, 2011). Il est important de noter que ces résultats vont évoluer en fonction d'autres éléments caractérisant la cible. Par exemple, si la firme est cotée, la relation taille-performance décrite par Fuller et al. (2002) s'inverse.

D'autres auteurs, en revanche, affirment que la relation entre la taille de la société cible et la performance existe, mais est négative. Cela revient à dire qu'au plus la cible est grande, au plus la rentabilité anormale de l'acquéreur est petite. Al-Sharkas et al. (2008) illustrent une telle relation à l'aide d'une étude portant sur 440 fusions dans le monde bancaire aux États-Unis entre 1985 et 1999. Une cible plus grande entraîne des problèmes dans la phase d'intégration plus marqués ce qui peut expliquer ce résultat (Meier & Schier, 2019 ; Uddin & Boateng, 2009).

Uddin et Boateng (2009) montrent, de leur côté, que la différence entre les moyennes des rentabilités anormales cumulées des deals de petite et grande taille n'est pas statistiquement significative.

Origine géographique de la cible

Une fusion-acquisition peut être transfrontalière ou domestique. De nombreuses études se sont penchées sur l'influence de l'origine de la cible sur la performance de la transaction. Bien qu'il n'y ait pas de consensus quant à cet impact, les études tendent à appuyer l'hypothèse d'une destruction de valeur pour les actionnaires de la firme qui acquiert une société étrangère (Hamza, 2009). Campa et Hernando (2004) démontrent que pour l'acquéreur la rentabilité anormale est plus grande lors de transactions nationales. Laabs et Schiereck (2008) corroborent également l'impact positif des transactions domestiques sur la valorisation à long terme de l'acquéreur.

Différentes raisons peuvent expliquer une sous-performance des opérations transfrontalières :

- La difficulté de réaliser les synergies attendues est plus grande à l'étranger (Laabs & Schiereck, 2008).
- Les premiums payés par les acheteurs sont plus grands dans les deals hors de leurs frontières (Hamza, 2009 ; Campa & Hernando, 2004).
- Une plus grande distance culturelle peut causer des problèmes dans le processus d'intégration. Ce gap culturel peut mener à un manque de confiance et une mauvaise compréhension, ce qui peut rendre la réalisation des synergies moins probable (Boateng et al., 2019).

Section 3.4 : Causes des échecs

Nous avons démontré tout au long de cette *Section 3*, au travers d'un grand nombre d'études, que les fusions-acquisitions semblaient créer de la valeur actionnariale dont la majeure partie revenait aux actionnaires de la cible. Cependant, comme abordé précédemment, de nombreuses opérations ont engendré des résultats assez décevants. Nous trouvons donc pertinent d'examiner les raisons pouvant expliquer la complexité d'atteindre une bonne performance.

Ibrahimi et Taghzouti (2014) catégorisent les causes des échecs en quatre catégories : les erreurs managériales, politiques, culturelles ou encore stratégiques. Nous allons passer en revue les principales raisons des déboires des F&A.

Une première série de raisons relève du ***management de l'entreprise acquéreuse***, raisons souvent méconnues. Les dirigeants sont sujets à des biais cognitifs et ceux-ci peuvent mener à de mauvaises décisions (Meier & Schier, 2019 ; Barabel & Meier, 2002). Les auteurs ont, pour chaque phase d'une fusion-acquisition (cf. Partie 1 – Section 1.4), décrit les implications de ces heuristiques :

1. Dans la phase de préparation.

Le dirigeant a tendance à trop s'attacher à la stratégie de départ et aux objectifs initiaux. Ceux-ci sont basés sur la collecte de premières informations qui ont poussé l'entreprise à choisir un mode de croissance externe comme une fusion ou une acquisition. Or, l'environnement est en perpétuelle mutation avec de nouvelles contraintes et de nouvelles informations. C'est ce

qu'on appelle le **biais d'ancrage**. Celui-ci peut pousser l'acquéreur à poursuivre une opération qui n'est plus en adéquation avec le contexte.

Les cadres ont aussi la mauvaise habitude de choisir une cible avant le début du processus. Ce choix peut être dicté par les conditions de marché, par un degré de proximité avec l'entreprise cible, ou encore par des motivations propres au manager. Ce dernier va alors donner plus d'importance aux informations qui vont confirmer ce choix. C'est ce qu'on appelle le **biais de confirmation**. Cette focalisation va conduire à éliminer d'autres candidats potentiellement crédibles. Le risque est que la cible initialement sélectionnée ne soit pas la plus optimale pour remplir les objectifs stratégiques désirés.

La direction peut aussi mener une opération de croissance externe uniquement pour imiter la concurrence. C'est ce qu'on appelle **l'effet mode**. Le risque est que cela se traduise par un manque de cohérence stratégique et une ignorance des spécificités de chaque transaction.

Enfin, le dirigeant peut aussi accorder une confiance excessive aux experts. C'est ce qu'on appelle le **biais d'autorité**.

2. Dans la phase de négociation

La cible et l'acquéreur ont tendance à éviter de parler des sujets qui fâchent lors de la négociation pour éviter une confrontation. C'est **l'effet d'ambiguïté**. Le risque est de devoir régler les conflits dans la phase d'intégration. Le fait de différer la résolution de ceux-ci va avoir pour effet d'amplifier leur impact.

Le dirigeant peut également faire preuve d'un optimisme excessif quant au succès de l'opération. C'est le **biais de confiance excessive**. Il risque alors d'offrir une prime d'acquisition bien trop conséquente.

Enfin, le management va s'efforcer de continuer l'opération malgré l'arrivée d'informations pessimistes. C'est le **biais des coûts irrécupérables**. Étant donné les efforts consentis et l'ensemble des ressources déjà mobilisées (financières, mais aussi non financières comme le temps passé sur le projet), les dirigeants ne veulent pas abandonner. Le risque est de mener un projet voué à l'échec.

3. Dans la phase d'intégration

La direction de l'entreprise initiatrice de l'opération peut prendre de haut celle de la cible. C'est le **biais de supériorité illusoire**. Cela peut entraîner des conflits et des attitudes hostiles entre les deux parties et entraver les transferts de connaissances et de ressources. Ceux-ci sont pourtant cruciaux pour assurer la réussite d'une fusion-acquisition.

Les dirigeants ont aussi tendance à mettre toute leur énergie sur les deux premières phases en négligeant l'importance de cette phase ultime. C'est ***l'effet d'apathie***. Le risque est qu'une fois la transaction entérinée, le détachement du management empêche de faire le lien entre les deux entreprises afin d'assurer le bon transfert des ressources et connaissances.

Enfin, à l'issue de l'achat, les cadres vont vouloir à tout prix garder la feuille de route établie avant l'acquisition et ce malgré l'apparition d'informations contraires. C'est le ***biais de rationalisation***. Ce manque d'adaptation à la réalité peut mener à un manque de flexibilité et à une mauvaise gestion du processus d'intégration.

D'autres raisons ne sont pas liées uniquement aux dirigeants, mais aussi à la stratégie, à la culture voire à la politique :

- Une des raisons principales expliquant la déroute d'un deal est une ***mauvaise adéquation culturelle*** entre la cible et l'acquéreur. Si les cultures des différentes parties ne sont pas compatibles cela peut conduire à l'échec de l'opération (Cartwright & Schoenberg, 2006).
- Une ***stratégie et des objectifs mal définis***. Il ne suffit pas d'avoir une stratégie d'entreprise, mais il faut réaliser une analyse stratégique avant d'entreprendre des F&A et définir des motivations claires (Dilshad, 2013).
- Un ***manque d'expérience*** dans le domaine peut aussi être une explication. Cela peut conduire à un manque de vérification préalable (due diligence en anglais) en amont de la transaction qui peut entraîner une surestimation de la cible. Une entreprise qui n'a jamais entrepris de fusion ou d'acquisition peut aussi être moins efficace et perdre du temps précieux et donc des synergies (Dilshad, 2013).
- ***L'environnement extérieur***. Un manque d'attention aux facteurs dans l'économie et aux chocs qui peuvent y survenir, bien qu'ils ne soient pas sous le contrôle de l'acquéreur, peut s'avérer fatal. Il est important d'analyser minutieusement le contexte dans lequel la transaction prend place (Dilshad, 2013). Une transaction dans un pays étranger nécessite, par exemple, une étude de la politique du pays en question afin de bien étudier les risques potentiels.

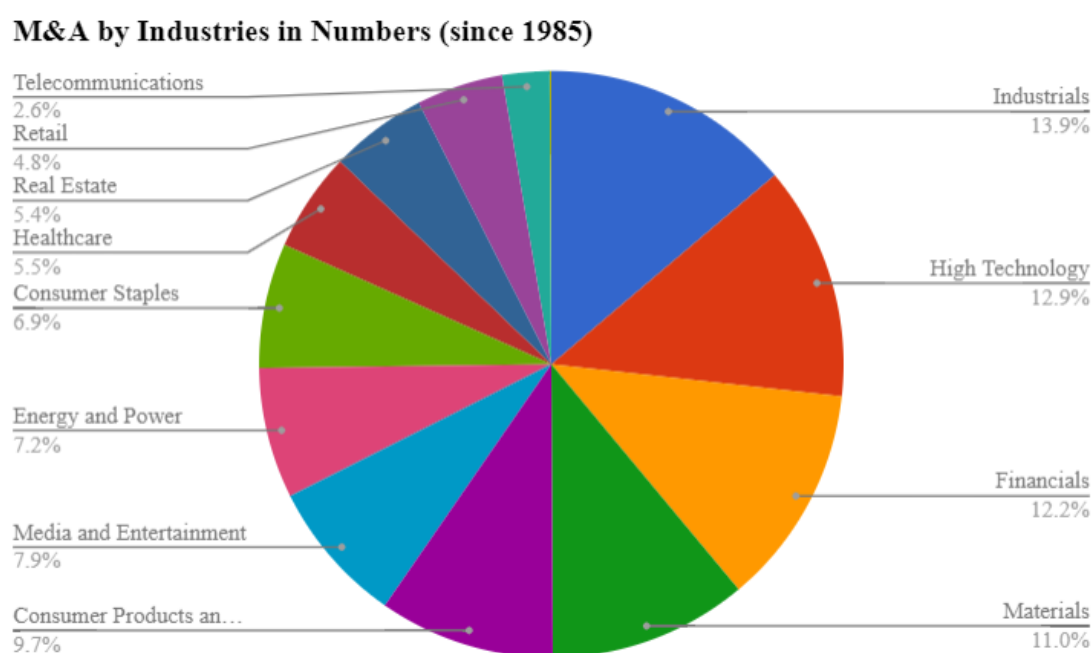
Section 4 : Les fusions-acquisitions dans le secteur technologique

Nous avons jusqu'ici décrit les fusions-acquisitions sans prendre en compte les spécificités de chaque secteur. Celles-ci vont pourtant influencer les tenants et aboutissants de telles transactions. Comme présenté en introduction, ce mémoire se focalise sur la création de valeur des opérations de fusion-acquisition dans le secteur technologique. Le choix de cette industrie est motivé par l'augmentation de l'activité des F&A qu'elle a connue (Firas Thraya & Louizi, 2021 ; Rossi et al., 2013). Nous allons donc, au cours de cette dernière section de la partie théorique, tenter d'appréhender les grandes caractéristiques de ce mode de croissance externe dans le secteur technologique.

Section 4.1 : Mise en contexte

Pour démarrer cette dernière section, nous trouvons important d'analyser la place du secteur technologique dans le monde des F&A. L'Imaa-institute (2023) recense plus de 790 000 transactions dans le monde depuis 2000. En termes de distribution par industrie, notre secteur d'intérêt arrive à la deuxième place du classement avec un peu moins de 118 000 F&A annoncées depuis 1985. Nous pouvons voir sur le graphique suivant (voir *Figure 3*), la répartition sectorielle complète.

Figure 3: Répartition sectorielle des fusions-acquisitions depuis 1985



Source : Imaa-institute (2023)

Il est important d'être prudent avec ce chiffre étant donné que comme l'illustre la *Figure 3*, on traite ici les hautes technologies. Cela permet néanmoins d'avoir une idée de l'importance du secteur technologique dans l'activité liée aux fusions-acquisitions.

PricewaterhouseCoopers (2022c) nous décrit la situation actuelle des deals technologiques. Avec la crise du COVID-19, la migration au mode distanciel a explosé et cela a engendré une croissance très impressionnante du nombre de F&A dans le secteur lié à la technologie. La nécessité de passer au numérique ajoutée à des taux d'intérêts bas a poussé à la hausse le volume de transactions jusqu'en 2022. La première moitié de 2022 a vu le nombre de deals continuer de grimper avant une chute dans la deuxième partie de l'année. Ceci s'explique par la hausse des intérêts qui pousse les entreprises tech à arrêter leur croissance à tout prix. Pour 2023, la tendance baissière pourrait ne pas se prolonger malgré les restrictions de liquidités et le peu de sources de financement disponibles (le coût d'emprunt a augmenté) pour les entreprises. En effet, ce contexte est propice aux opportunités. La hausse des taux va entraîner des revalorisations d'entreprises et permettre aux acheteurs de négocier des prix très avantageux. Le secteur technologique devrait donc être le théâtre de beaucoup de transactions de plus petites tailles (peu de méga deals) permettant aux firmes de renforcer leur business avec des technologies et des connaissances complémentaires.

Section 4.2 : Spécificités du secteur technologique

Avant d'entrer dans les caractéristiques propres au secteur technologique, il est important de le définir. Selon Frankenfield (2022), il regroupe toutes les entreprises qui développent des biens ou des services à caractère technologique. Historiquement, il était réduit aux semi-conducteurs, aux logiciels et au matériel de communication et informatique (Frankenfield, 2022). De nos jours, cette définition s'est élargie à Internet. Il est important de noter qu'il n'y a pas de consensus quant à la définition de l'industrie technologique car certains experts veulent créer un nouveau secteur pour chaque innovation. Néanmoins, la définition de Frankenfield (2022) sera la référence sur laquelle nous nous appuierons pour le reste de ce mémoire. De plus, cette dernière corrobore la définition du secteur technologique faite par le logiciel Bloomberg que nous mobiliserons dans la partie empirique.

Les transactions qui prennent place dans le secteur de la technologie ne sont pas entreprises au hasard. La motivation principale derrière ces deals, c'est l'acquisition de nouvelles techniques, compétences et technologies, mais aussi pour obtenir de nouveaux produits (Kumar, 2018 ; Rossi et al., 2013). C'est le passage au digital qui a été le catalyseur de la flambée des fusions-acquisitions dans le secteur (Kumar, 2018).

Les secteurs axés sur la technologie ont deux traits distinctifs : premièrement, ils ont un potentiel de **croissance élevé**. Les F&A sont un très bon moyen de favoriser cette croissance. Deuxièmement, l'**incertitude** qui les entoure est aussi très importante. En effet, la valeur des sociétés actives dans cette industrie repose sur des développements futurs dans des domaines non ou peu explorés auparavant (Rossi et al., 2013). Cette incertitude est d'autant plus accentuée dans le secteur des hautes technologies.

En ce qui concerne la taille des transactions, les cibles sont souvent de petites start-ups sous-financées, mais avec un potentiel de croissance très élevé. PricewaterhouseCoopers (2022c) a cependant démontré que l'augmentation dans la valeur totale des transactions, annoncées dans la première moitié de 2022, est due à une poignée de ce qu'on appelle des méga deals. Ce qui montre que des grosses F&A peuvent aussi survenir dans l'industrie technologique. Pour le futur proche, la firme de consultance prévoit aussi une baisse dans la taille des transactions due à l'environnement macroéconomique (contexte inflationnaire, hausse des taux, etc.).

Section 4.3 : Performance des F&A dans le secteur technologique

Nous avons vu antérieurement dans ce mémoire que la performance des fusions-acquisitions est assez incertaine de manière globale, mais qu'en est-t-il dans le secteur technologique ? Le haut potentiel de croissance et la grande incertitude qui caractérisent cette industrie font de cette dernière un sujet d'étude de performance.

L'utilisation de plus en plus prépondérante de la technologie dans la vie de tous les jours tend à soutenir l'hypothèse que les F&A dans le secteur technologique produisent une rentabilité anormale positive. Lusyana et Sherif (2016) ont mené une étude portant sur 834 transactions

nationales avec pour cible une entreprise high tech aux États-Unis entre 2007 et 2014. Ils ont trouvé une rentabilité anormale cumulée moyenne positive et statistiquement significative. Ils expliquent ce résultat par un excès de confiance du marché quant aux synergies potentielles des transactions dans le secteur. Hanelt et al. (2020) ont mené une étude plus qualitative portant sur un échantillon de 32 constructeurs automobiles entre 2000 et 2016. Leurs résultats montrent que les F&A digitales vont permettre de susciter de l'innovation numérique au sein de l'entreprise acquéreuse ce qui va, *in fine*, améliorer la performance de cette dernière. Néanmoins, il n'y a pas de consensus quant à l'impact positif du fait que la cible soit active dans l'industrie technologique sur la performance des fusions-acquisitions. Les études dépendent fortement de la définition que l'on fait des secteurs liés à la technologie (Rossi et al., 2013).

PARTIE 2 : Analyse Empirique – Hypothèses de recherche, Base de données et Méthodologie

Maintenant que nous avons établi les tenants et aboutissants des opérations de fusion-acquisition, la deuxième partie de ce mémoire va se concentrer sur la définition des éléments caractéristiques de la recherche empirique que nous allons mener. Celle-ci aura pour finalité de confronter la littérature et la réalité du marché. Dans cette seconde partie, nous allons établir des hypothèses de recherche à vérifier au travers de notre étude. Nous allons également former une base de données pertinente pour le bien de notre enquête. Enfin, nous décrirons la méthode, les concepts mathématiques et financiers, ainsi que les modèles statistiques mobilisés afin de confirmer ou d'infirmer nos hypothèses précédemment citées.

Section 1 : Hypothèses de recherche

Nous commençons la deuxième partie de ce mémoire par le développement d'hypothèses étant donné son importance dans le processus de recherche pour orienter la conception et la méthodologie de recherche. Pour rappel, une hypothèse est une tentative d'explication ou de prédiction d'un phénomène ou d'une relation entre des variables qui peut être testée par une observation et une analyse empirique (Connelly, 2015). Nous avons formé nos hypothèses de sorte à non seulement confronter la littérature, mais aussi à l'étendre. En effet, dans un premier temps nous analyserons des aspects déjà largement abordés dans la littérature comme les performances globales des acquéreurs, l'influence du mode de paiement ainsi que l'impact de la prime d'acquisition payée. Ensuite, nous nous intéresserons à l'impact de la santé financière des différentes parties avant l'opération. Enfin, nous nous pencherons sur le rôle de l'annonce des synergies liées à la transaction sur la performance de celle-ci. Notre recherche empirique se différencie aussi de la littérature par le choix d'analyser la performance à long terme. En effet, les études ont davantage tendance à adopter un point de vue court terme. Pour chacune des 5 analyses décrites ci-dessus, nous formerons uniquement des hypothèses relatives à l'impact sur l'acquéreur. Notre horizon long terme nous contraint à analyser un seul des deux côtés de la transaction étant donné que les sociétés cibles sont décotées quelques semaines ou mois après la finalisation de l'opération. Nous ne disposons alors pas de suffisamment de données dans le temps pour réaliser notre analyse sur la fenêtre d'évènement choisie. Cette dernière sera décrite dans la suite de cette seconde partie.

Section 1.1 : Analyse de la performance globale de l'acquéreur

Comme nous l'avons observé dans notre revue littéraire (cf. Partie 1 – Section 3), les recherches empiriques ont tendance à se focaliser sur un horizon court terme et celles-ci obtiennent des résultats mitigés. Le constat est le même à long terme. Certaines études concluent une sous-performance pour l'acquéreur lors de fusions-acquisitions par rapport à leurs homologues du secteur (Kenny, 2020 ; Meier & Schier, 2019 ; Laabs & Schiereck, 2008 ; Tuch & O'Sullivan, 2007 ; Andrade et al., 2001). D'autres, en revanche, ont démontré que les opérations de fusion et d'acquisition peuvent créer de la valeur à long terme pour l'entreprise acquéreuse (Zakaria & Kamaludin, 2018 ; Rehm & West, 2012). Dans l'ensemble, les performances à long terme des opérations de fusion et d'acquisition dépendent d'une série de facteurs, et il est difficile de faire des généralisations sur les performances des transactions dans leur globalité. Néanmoins, notre première hypothèse nous permettra de voir si notre échantillon corroborera la majorité des études qui concluent à une destruction de valeur à long terme.

Hypothèse 1 : à long terme, l'annonce d'une opération de fusion-acquisition engendre un impact négatif sur la performance boursière de la société acquéreuse.

Section 1.2 : Performance des F&A selon le mode de paiement

Nous avons pu faire un deuxième constat lors de notre revue de la littérature. Il s'agit de l'influence positive, relatée dans de nombreuses études, du paiement en cash sur la performance des transactions de fusion-acquisition (Kalsie & Singh, 2021 ; Uddin & Boateng, 2009 ; Andrade et al., 2001). La deuxième hypothèse va nous permettre de vérifier si cette tendance est aussi valable dans le secteur technologique. Il est important d'étudier le choix de la méthode de paiement car il constitue un élément déterminant dans la stratégie de gestion de risques de l'acquéreur.

Hypothèse 2 : à long terme, la performance boursière de la société acquéreuse est supérieure lorsque la transaction est réglée en cash.

Section 1.3 : Performance des F&A et prime d'acquisition

Nous avons aussi constaté, lors de notre analyse des déterminants de la performance des opérations de fusion-acquisition, le rôle non négligeable de la prime d'acquisition payée par l'acheteur. Pour rappel, elle est définie comme la différence entre le prix payé par la société acquéreuse pour acheter la société cible et la valeur de marché de cette firme cible avant l'acquisition (Hitt et al., 2009). Plusieurs études ont démontré une relation négative entre l'importance de la prime d'acquisition et la performance de l'acquéreur (Sirower & Weirens, 2022 ; Tarasovich, 2014). Notre troisième hypothèse permettra de voir si ce résultat est aussi applicable à notre échantillon.

Hypothèse 3 : à long terme, la performance boursière de la société acquéreuse est supérieure lorsque la prime d'acquisition est plus faible.

Section 1.4 : Performance des F&A selon la santé financière avant l'opération

Un point peu abordé dans la littérature, mais qui selon nous est un axe d'analyse intéressant est la question de la performance financière de la cible et de l'acquéreur avant l'opération. En effet, la santé financière passée de la société acquise/acquéreuse aura un impact sur le succès de la fusion ou de l'acquisition à long terme. Il semble légitime de se demander si l'histoire a tendance à se répéter, c'est-à-dire, si une cible/un acheteur en mauvaise santé financière mène à une pauvre performance de la transaction et inversement. C'est ce que nous examinerons au travers des quatrième et cinquième hypothèses. Pour examiner la santé financière des cibles et des acheteurs avant l'opération, nous avons sélectionné trois indicateurs de performance financière : le ratio $\frac{Dettes}{Capitaux propres}$, la marge d'EBITDA ($\frac{EBITDA}{Chiffre d'affaire}$) et le cycle de conversion du cash. Le choix a été fait de sorte à fournir un aperçu global de la santé financière d'une entreprise. Le premier indicateur nous permet de voir l'effet de levier (leverage en anglais) d'une firme. Celui-ci est intéressant pour avoir une idée de la robustesse de la firme en cas de choc économique. Le second nous permet d'examiner la rentabilité d'une entreprise. Le point fort de l'EBITDA est qu'il n'est pas influencé par la structure du capital, le régime de taxation ou la méthode d'amortissement de

l'entreprise. C'est important dans le contexte de notre recherche qui a un champ mondial comprenant des différences de taux de taxation, des méthodes d'amortissement différentes et des traditions différentes quant aux sources de financement. Enfin, le Cycle de Conversion du Cash (CCC) permet d'évaluer la capacité d'une firme à générer du cash. Plus précisément, le CCC mesure le temps nécessaire à une entreprise pour convertir ses investissements en stocks et autres ressources en flux de trésorerie provenant des ventes. Il est calculé de la manière suivante (Corporate Finance Institute, 2023) :

$$CCC = DSO + DIO - DPO$$

Où

DSO est le nombre de jours d'encours de vente. Il mesure le nombre moyen de jours qu'il faut à une entreprise pour percevoir le paiement de ses clients après une vente.

DIO est le nombre de jours de détention des stocks. Il mesure le nombre moyen de jours qu'il faut à une entreprise pour vendre ses stocks.

DPO est le nombre de jours, en moyenne, qu'il faut à une entreprise pour rembourser ses dettes.

La prévalence du cycle de conversion du cash sur un indicateur comme le Free Cash Flow est justifiée par l'impact de l'optimisation fiscale sur ce dernier. Notre étude étant globale nous ne souhaitons pas que le taux de taxation des différents pays dans notre échantillon puisse altérer nos résultats.

Pour trouver ces indicateurs, nous avons mobilisé le logiciel Bloomberg. Nous avons sélectionné le montant de chacun d'entre eux ou recalculé ceux-ci à l'aide des différents éléments les composant. Les données utilisées provenant des états financiers relatifs au dernier exercice fiscal avant la transaction. À titre d'exemple, si une transaction a eu lieu en 2020, nous avons pris, pour les deux entreprises impliquées dans le deal, la valeur de ces trois facteurs dans la publication annuelle relative à l'exercice fiscal 2019.

Hypothèse 4 : à long terme, la performance boursière de la société acquéreuse est fonction de sa santé financière avant la transaction.

Hypothèse 5 : à long terme, la performance boursière de la société acquéreuse est fonction de la santé financière de la société cible avant la transaction.

Section 1.5 : Performance des F&A et synergies annoncées

Nous avons vu dans la première partie le rôle prépondérant que jouent les synergies dans la création de valeur lors d'opérations de fusion-acquisition. Nous allons à présent explorer deux facettes de la relation entre les synergies et le résultat des F&A.

D'une part, les études suggèrent que la simple annonce publique des synergies peut avoir un impact significatif et positif sur la performance de l'acquéreur, à la fois en termes d'évaluation de l'entreprise cible, et de réaction du marché (Koerniadi et al., 2015 ; Dutordoir et al., 2014). L'hypothèse 6 permettra de vérifier si ce résultat est également valable dans le secteur technologique.

Hypothèse 6 : l'annonce publique des synergies exerce un impact positif sur la performance boursière à long terme de la société acquéreuse.

D'autre part, nous nous intéresserons également à l'influence du montant des synergies annoncées sur la performance de la firme acquéreuse. Les recherches empiriques menées dans ce domaine tendent à démontrer une relation positive entre l'importance des synergies et la création de valeur pour l'acheteur à l'issue du deal (Tarba et al., 2019). Dans le cadre de cette seconde partie d'analyse, nous avons décidé de nous limiter aux synergies de coûts. Ce choix est posé car elles sont plus tangibles que les synergies de revenus qui sont souvent assez spéculatives. Pour vérifier cela, nous avons cherché, pour chaque transaction, si le montant des synergies de coûts avait été publié. Sur les 56 transactions composant notre base de données, 17 ont annoncé les réductions de coûts dans la presse. Pour ces 17 deals, nous avons divisé le montant communiqué par la valeur totale du deal pour avoir une base directement comparable entre toutes les transactions. L'hypothèse 7 nous permettra de vérifier si l'importance des synergies de coûts annoncées exerce une influence positive sur la performance de l'acquéreur.

Hypothèse 7 : la performance boursière à long terme de la société acquéreuse est supérieure lorsque l'étendue des synergies de coûts annoncées est plus importante.

Section 2 : Base de données

Une fois les hypothèses établies, il est temps de former l'échantillon sur lequel on va tester celles-ci. Pour se faire, nous avons décidé d'utiliser le logiciel Bloomberg. Cet outil dispose d'une fonction "Mergers and Acquisitions" qui permet de lister toutes les transactions qui ont eu lieu dans le monde. Le principal atout de cette fonctionnalité est qu'elle offre la possibilité, au travers de filtres, de personnaliser notre recherche afin de former une base pertinente pour le but de notre étude. Parmi les filtres disponibles, il y a la date d'annonce, le secteur d'activités des parties à la transaction, le mode de paiement, le pays d'origine des entreprises, le nom de l'acheteur et de la cible, le fait que les entreprises soient cotées ou non, ou encore la valeur totale du deal.

Pour notre analyse, nous avons formé notre échantillon de départ en sélectionnant des opérations qui ont été annoncées entre le 28 février 2019 et le 1^{er} mars 2022. Le choix de cette fenêtre de temps nous permet d'intégrer les tendances actuelles tout en nous permettant de disposer de données suffisantes pour une étude long terme. Ensuite, pour chacune des transactions, les sociétés cibles et acquéreuses doivent être cotées sur un marché public. Ce second critère est indispensable dans le cadre de notre recherche qui adopte une approche financière. De plus, nous imposons que soit l'acheteur ou le vendeur se révèle actif dans le secteur technologique étant donné que notre mémoire se focalise sur celui-ci. Enfin, un dernier critère a trait au statut de la transaction qui doit être clôturée. La fonction 'M&A' du logiciel Bloomberg liste quelques 164 transactions respectant ces critères. Parmi celles-ci, la plateforme Yahoo Finance et le logiciel Bloomberg ne disposent d'assez d'informations pour l'ensemble de nos analyses que pour 56 d'entre elles. La base de données finale se trouve dans l'Annexe 1.

Section 3 : Méthodologie de la recherche empirique

Dans cette section, nous allons décrire la méthode choisie pour analyser notre base de données afin de vérifier nos hypothèses. Pour rappel, dans ce mémoire nous cherchons à étudier l'impact à long terme de l'annonce d'opérations de fusion-acquisition dans le secteur technologique. À cette fin, nous avons décidé de suivre une approche financière. Celle-ci consiste, dans le cadre de notre recherche, à évaluer l'influence de telles transactions sur la performance boursière de 56 F&A, à savoir 56 acquéreurs et 56 cibles. Comme nous l'avons largement abordé dans la revue de la littérature, cette approche mobilise la méthodologie de l'étude de l'évènement.

Section 3.1 : L'étude de l'évènement

Pour rappel, l'étude d'évènement va mesurer la performance au travers des variations du cours de bourse (Chalençon, 2011). Nous avons décrit le cadre théorique dans lequel s'inscrivaient ces études dans la première partie de ce mémoire (cf. Partie 1 – Section 3.2.1). Dans la suite de cette section, nous allons approfondir notre connaissance de ce type d'analyses en dépeignant leurs grandes caractéristiques dans le contexte de notre recherche.

Avant toute chose, il est important de revenir sur l'histoire des études évènementielles. Ces dernières ont été développées à l'origine pour la recherche empirique dans le domaine de la finance. Cependant, elles sont maintenant utilisées dans de nombreuses disciplines. La toute première étude d'évènement a été réalisée dans les années trente par Dolley (1933). Il a examiné la réaction des cours boursiers aux opérations de division d'actions – stock split en anglais. Néanmoins, les deux travaux de référence pour les études de ce genre sont ceux de Ball et Brown (1968) et de Fama et al. (1969). Ceux-ci ont défini les éléments fondamentaux des études de l'évènement.

Dans le cadre de notre recherche, la particularité de notre analyse est l'approche de la performance boursière à long terme. En effet, la plupart des travaux empiriques dans la littérature se focalisent sur une période très courte entourant l'évènement. Mais pourquoi décider d'adopter un point de vue long terme ? Comme décrit dans la première partie de ce mémoire, la méthodologie de l'étude d'évènement à court terme repose sur l'hypothèse

d'efficience des marchés. Cependant, des preuves incompatibles avec l'hypothèse de marchés efficients se sont accumulées au fil des recherches empiriques (Navatte & Schier, 2008 ; Khotari & Warner, 2007). De plus, les études évènementielles à court terme, qui couvrent généralement une période de quelques jours ou semaines avant et après un événement, peuvent être sujettes à beaucoup de bruits et de volatilité sur le marché boursier. Elles ne saisissent que la réaction immédiate du marché à un événement, plutôt que l'impact réel à long terme de l'événement. Dans l'ensemble, les études à long terme fournissent une évaluation plus précise et plus complète de l'impact d'un événement sur une entreprise ou une industrie.

Les études d'évènement sont caractérisées par 3 éléments : un évènement, une méthode de calcul de la performance anormale et une fenêtre d'analyse. Une analyse à long terme conditionne ces trois caractéristiques. Dans notre cas, l'annonce d'une opération de fusion-acquisition constitue l'évènement étudié. Pour rappel, en ce qui concerne le calcul de la rentabilité anormale nous avons vu qu'une étude long terme peut adopter trois approches :

- L'analyse qui se base sur le **modèle de marché** (Rahman et al., 2017). Cette méthode consiste à comparer le rendement de l'action d'une entreprise obtenu à la suite de la transaction, dans une fenêtre de temps déterminée, avec le rendement de cette action, sur la même période, si l'évènement n'avait pas eu lieu. Ce dernier est calculé au travers du Modèle D'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF), plus connu sous le nom de Capital Asset Pricing Model (CAPM) en anglais. Le MEDAF permet d'estimer le rendement attendu d'un actif financier en fonction de sa corrélation avec le marché. Cette approche est la plus utilisée pour les études à court terme, mais à plus long terme elle souffre de sérieuses limitations que nous avons détaillées dans la première partie de ce mémoire (cf. Partie 1 – Section 3.2.1).
- L'approche temporelle calendaire ou **calendar time approach** en anglais. Cette seconde démarche est une extension de la première de par le fait qu'elle est fondée sur le modèle à 3 facteurs de Fama et French (1996). Ce modèle complète le modèle de marché qui ne prend en compte que le rendement du marché pour déterminer la rentabilité attendue d'un actif. Fama et French (1996) ajoutent deux autres facteurs pour estimer le rendement attendu d'un titre, à savoir, la taille de l'entreprise et la valeur de marché de la firme par rapport à sa valeur comptable (book to market ratio).

- Enfin, l'approche de la correspondance est celle que nous avons sélectionnée pour notre étude empirique. Elle consiste à calculer les **buy-and-hold abnormal returns** (BHARs). Pour rappel, le BHAR est défini comme la différence entre le rendement à long terme d'une entreprise de l'échantillon et celui d'un actif de référence.

Cette dernière approche se démarque des deux premières sur deux points caractéristiques. Premièrement, la fenêtre d'observation ne sera pas définie autour de l'évènement, mais à partir de l'évènement sur une période déterminée. Dans le cadre de notre recherche, cette dernière sera d'un an à partir de la date d'annonce. Pour rappel, nous étudierons uniquement le côté acheteur de la transaction étant donné que les cibles sont décotées, dans une très grande majorité des cas, moins d'un an après l'annonce du deal. Deuxièmement, l'actif de référence que nous avons choisi est l'indice Nasdaq Composite. Ce choix est motivé par notre focus sur le secteur technologique. En effet, cet indice regroupe des firmes cotées spécialisées dans les technologies. Les quelque 3000 actions qui le composent font également du Nasdaq un des indices les plus importants dans le monde (Capital.Com, 2017). Enfin, il est constitué d'entreprises de différentes origines et pas uniquement de firmes américaines. Les caractéristiques précédemment citées font de lui une référence pour l'industrie technologique et démontre la cohérence de notre choix.

Buy and Hold Abnormal Return

Maintenant que nous avons décrit les caractéristiques de l'estimation de la performance des opérations de fusion-acquisition au travers des buy and hold abnormal returns, formalisons ce concept de manière mathématique. Nous avons vu la formule pour calculer le BHAR dans la première partie de ce mémoire (cf. Partie 1 – section 3.2.1). Si nous y implémentons les caractéristiques établies dans le cadre de notre étude, nous obtenons la formule suivante :

$$BHAR_{i,12} = \prod_{t=s}^{s+12} (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=s}^{s+12} (1 + R_{Nasdaq,t})$$

Où

$BHAR_{i,12}$ est le buy-and-hold-abnormal return de l'acquéreur i sur 12 mois.

$R_{i,t}$ est la rentabilité mensuelle de la société i au mois t .

$R_{Nasdaq,t}$ est la rentabilité de l'indice Nasdaq Composite au mois t .

s est le mois de l'annonce de la transaction.

Penchons-nous maintenant sur la méthode adoptée pour estimer les différents paramètres de notre équation. Concrètement, nous avons, pour chaque firme cible et acquéreuse, cherché les cours boursiers journaliers, en dollars américain (USD), sur une période d'un an à partir du mois d'annonce de la transaction. Nous avons mobilisé le logiciel Bloomberg ainsi que la plateforme Yahoo Finance pour avoir les derniers prix journaliers. Une fois ces informations collectées, il est possible de calculer les rendements individuels pour chaque titre. Comme l'illustre la formule ci-dessus, nous allons déterminer la rentabilité mensuelle de chaque société et de l'actif de référence sur une période de 12 mois à partir de la date d'annonce. Plus précisément, nous prendrons comme point de départ, pour le calcul du premier rendement mensuel, le premier jour du mois de l'annonce de l'opération plutôt que la date exacte de l'annonce. Ce choix est posé pour pouvoir capter d'éventuelles rumeurs sur les marchés financiers précédant l'annonce officielle. De manière générale, chacune des opérations de fusion-acquisition dans la base de données a sa propre fenêtre d'évènement d'un an. De même la rentabilité du Nasdaq, notre référence, sera évaluée sur différentes périodes de 12 mois selon le deal étudié.

Rendements individuels

Les rendements mensuels individuels peuvent être calculés soit de manière discrète, soit de manière logarithmique. Bien que les rendements logarithmiques, aussi appelés rendements composés en continu, ne prennent pas en compte les dividendes, ils ont plusieurs caractéristiques intéressantes dans le cadre de notre étude. Les rendements logarithmiques ont notamment une distribution plus proche d'une distribution normale que les rendements discrets (Hudson & Gregoriou, 2015 ; Meucci, 2010). Cette propriété va simplifier les calculs statistiques que nous ferons dans la suite de ce mémoire. Un autre attribut important est que les rendements composés sont additifs (Hudson & Gregoriou, 2015 ; Meucci, 2010). Cela signifie que la somme des rendements logarithmiques sur une période est égale au rendement logarithmique de la période totale. Il est important de noter que la différence entre le rendement linéaire (discret) et composé (logarithmique) augmente avec l'horizon de temps considéré (Meucci, 2010). De manière générale, les rendements logarithmiques sont souvent considérés comme plus précis et mieux adaptés aux calculs de rendements moyens et de volatilité.

Mathématiquement, les rendements mensuels seront donc déterminés par la formule suivante :

$$R_{i,t} = \log \left(\frac{P_{i,fin\ du\ mois}}{P_{i,début\ du\ mois}} \right)$$

Où

$P_{i,fin\ du\ mois}$ est le prix de l'action de la firme i à la fin du mois t .

$P_{i,début\ du\ mois}$ est le prix de l'action de la firme i au début du mois t .

Pour rappel, les prix P_i sont des observations journalières qui correspondent aux « derniers prix » quotidiens de chaque action dans la base de données.

Pour chaque société dans notre échantillon ainsi que pour notre actif contrôle, 12 rendements mensuels seront calculés étant donné notre période d'analyse d'un an. Il faut ensuite ajouter un à l'ensemble des rendements trouvés et faire le produit de ceux-ci pour chaque entreprise individuellement. Ensuite, on fait la différence entre ce produit et celui réalisé pour le Nasdaq. De cette façon, il est possible de déterminer s'il y a eu une surperformance (BHAR positif) ou une sous-performance (BHAR négatif) de la firme étudiée par rapport à notre actif de référence.

Performance anormale moyenne

Une fois les rentabilités anormales calculées pour l'ensemble des actions de l'échantillon, il est intéressant de calculer le buy and hold abnormal return moyen des sociétés de la base de données. Il est possible de déterminer cette moyenne au travers de la formule suivante :

$$\overline{BHAR}_{12} = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n BHAR_{i,12}$$

Où

n est le nombre de sociétés dans l'échantillon.

Section 3.2 : Significativité statistique

Une fois les performances anormales déterminées, nous allons diviser l'échantillon total en sous-groupes pour tester nos hypothèses. Il faut alors tester la significativité des rentabilités anormales moyennes de chaque groupe pour tirer des conclusions avec un certain niveau de confiance. Au cours de notre recherche empirique, nous mobiliserons 3 modèles statistiques.

Section 3.2.1 : Test de Student pour un échantillon unique

Le premier modèle que nous allons appliquer est un « one sample t test » ou test de Student pour un échantillon unique. Ce test statistique permet de vérifier si la moyenne d'une population est égale à une certaine valeur (Kanji, 2006). Dans notre étude, nous allons le réaliser pour examiner si la moyenne des BHARs des n sociétés acquéreuses de notre base de données est statistiquement différente de zéro.

Pour que le résultat d'un test t pour un échantillon unique soit valide, il faut que les hypothèses suivantes soient respectées :

- Les variables $BHAR_{1,12}, BHAR_{2,12}, \dots, BHAR_{n,12}$ doivent être approximativement normalement distribuées. C'est bien le cas en pratique grâce à l'utilisation des rendements logarithmiques pour déterminer les buy and hold abnormal returns.
- La moyenne de l'échantillon est $\mu = \overline{BHAR}_{12} = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n BHAR_{i,12}$ (Wackerly et al., 2014).
- La variance de l'échantillon est $S^2 = \frac{1}{n-1} \times \sum_{i=1}^n (BHAR_{i,12} - \overline{BHAR}_{12})^2$ (Wackerly et al., 2014).
- Chaque observation dans l'échantillon doit être indépendante des autres.

Comme pour tout test statistique nous devons formuler deux hypothèses : l'hypothèse nulle et l'hypothèse alternative. L'hypothèse H_0 étant, dans notre cas, l'absence de performance anormale à la suite de l'annonce d'une opération de fusion-acquisition :

$$\begin{cases} H_0 : \overline{BHAR}_{12} = 0 \\ H_a : \overline{BHAR}_{12} \neq 0 \end{cases}$$

Sous l'hypothèse nulle ($\mu = \mu_0 = 0$) et en respectant les hypothèses posées, la statistique de test est la suivante (Wackerly et al., 2014) :

$$T = \frac{\overline{BHAR}_{12} - \mu_0}{S/\sqrt{n}} \sim t_{n-1}$$

Où

T suit une distribution Student avec n-1 degrés de liberté.

n est le nombre de sociétés dans l'échantillon étudié.

S est l'écart-type et est égal à la racine carrée de S^2 décrit plus haut.

L'hypothèse nulle sera rejetée si :

$$|T| > t_{\alpha/2}$$

Où

α est le niveau de signification.

$t_{\alpha/2}$ est la valeur critique au niveau de signification $\alpha/2$.

Section 3.2.2 : Test de Student pour deux échantillons indépendants

Le second modèle que nous allons mobiliser est aussi un test de Student comme le premier, mais cette fois-ci pour deux échantillons. Ce test statistique permet de vérifier si les moyennes de deux groupes distincts sont significativement différentes l'une de l'autre (Kanji, 2006). Dans notre étude, nous allons le réaliser pour examiner si la moyenne des BHARs des n_1 sociétés acquéreuses dans le premier groupe est statistiquement différente de celle des n_2 firmes acquéreuses présentes dans le second groupe.

Pour que le résultat d'un test t pour deux échantillons indépendants soit valide, il faut que les hypothèses suivantes soient respectées :

- Les observations du groupe 1 sont indépendantes de celles du groupe 2.
- Les variables du premier groupe $BHAR_{1,12}, BHAR_{2,12}, \dots, BHAR_{n_1,12}$ doivent être approximativement normalement distribuées tout comme celles du deuxième groupe $BHAR_{1,12}, BHAR_{2,12}, \dots, BHAR_{n_2,12}$.
- La moyenne du groupe 1 est désignée par $\mu_1 = \frac{1}{n_1} \times \sum_{i=1}^{n_1} BHAR_{i,12}$ (Wackerly et al., 2014).

- La moyenne du groupe 2 est désignée par $\mu_2 = \frac{1}{n_2} \times \sum_{i=1}^{n_2} BHAR_{i,12}$ (Wackerly et al., 2014).
- Les deux groupes doivent présenter des variances similaires. Poser cette hypothèse induit l'utilisation de la variance groupée (S_p) pour estimer la variance.

Comme pour tout test statistique nous devons former deux hypothèses : l'hypothèse nulle et l'hypothèse alternative. L'hypothèse H_0 étant, dans notre cas, l'absence de différence entre les moyennes des deux groupes étudiés :

$$\begin{cases} H_0: \mu_1 = \mu_2 \\ H_a: \mu_1 \neq \mu_2 \end{cases}$$

Sous l'hypothèse nulle ($\mu_1 = \mu_2$) et en respectant les hypothèses posées, la statistique de test est la suivante (Wackerly et al., 2014) :

$$T = \frac{\mu_1 - \mu_2 - D_0}{S_p \times \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}} \sim t_{n_1+n_2-2}$$

Où

T suit une distribution de Student avec $n_1 + n_2 - 2$ degrés de liberté.

$D_0 = \mu_1 - \mu_2 = 0$ comme $\mu_1 = \mu_2$ sous H_0 .

$$S_p = \sqrt{\frac{(n_1-1) \times S_1^2 + (n_2-1) \times S_2^2}{n_1+n_2-2}}.$$

L'hypothèse nulle sera rejetée si :

$$|T| > t_{\alpha/2}$$

Où

α est le niveau de signification.

$t_{\alpha/2}$ est la valeur critique au niveau de signification $\alpha/2$.

Section 3.2.3 : ANOVA

Le dernier modèle que nous allons employer est l'analyse de variance à trois facteurs, aussi connu sous le nom de « three-way ANOVA » en anglais. Ce test statistique est une extension du two sample t test que l'on mobilise quand nous sommes face à plus de deux groupes. Dans

notre étude, nous allons le réaliser pour examiner si les moyennes de k différents groupes sont significativement différentes les unes des autres. Ce test statistique sera mobilisé dans le cadre de l'analyse de l'impact de la santé financière avant la transaction. Pour rappel, nous avons sélectionné trois indicateurs de performance : le ratio $\frac{Dettes}{Capitaux propres}$, la marge d'EBITDA ($\frac{EBITDA}{Chiffre d'affaire}$) et le Cycle de Conversion du Cash. Nous nous retrouvons alors avec trois facteurs, à savoir, la rentabilité, le niveau de dette et la capacité à générer du cash. Ceux-ci peuvent prendre deux valeurs : au-dessus de la norme ou en-dessous. La norme qui déterminera si une firme prend une valeur ou l'autre sera la moyenne du secteur technologique sur l'indicateur en question. Cette moyenne a été déterminée grâce à la plateforme Capital IQ. Plus précisément, pour une transaction annoncée en 2019, c'est la moyenne de l'industrie technologique 2018 qui sera l'élément déterminant la valeur prise par le facteur financier. Ceci se justifie car, comme énoncé précédemment, nous avons sélectionné, pour chaque acquéreur/cible, les données financières relatives au dernier exercice fiscal avant l'annonce (cf. Partie 2 – Section 1.4).

Nous considérons qu'avoir plus de profitabilité que la moyenne du secteur indique une meilleure santé financière. C'est une posture qui constitue une limite étant donné qu'à titre d'exemple une croissance très rapide caractérisée par une grande rentabilité peut s'avérer difficilement soutenable. Pour ce qui est de l'effet de levier, un niveau de dettes au-dessus de la norme sera considéré comme plus risqué et un signe d'une moins bonne performance financière. De son côté, un cycle de conversion de trésorerie plus court (inférieur à la moyenne du secteur) indique qu'une entreprise est plus efficace pour convertir ses ressources en flux de trésorerie. Ce que l'on considérera comme un signe positif pour les investisseurs. De nouveau, c'est une posture que nous prenons, mais qui peut être remise en question.

Pour que le résultat d'une analyse de variance soit valide, il faut poser les hypothèses suivantes :

- Les variables de chaque groupe doivent être normalement distribuées.
- Les observations de chaque échantillon doivent être indépendantes.
- Les variances des populations dont proviennent les échantillons sont égales.

Comme pour tout test statistique nous devons former deux hypothèses : l'hypothèse nulle et l'hypothèse alternative. L'hypothèse H_0 étant, dans notre cas, l'absence de différence entre les moyennes des k groupes étudiés :

$$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_k \\ H_a : \text{au moins une moyenne de population est différente des autres} \end{cases}$$

Sous l'hypothèse nulle ($\mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_k$) et en respectant les hypothèses posées, la statistique de test est la suivante (Wackerly et al., 2014) :

$$F = \frac{MST}{MSE} \sim F(k-1, n-k)$$

Où

F suit une distribution de Fisher avec $k-1$ et $n-k$ degrés de liberté au numérateur et au dénominateur respectivement.

MST est le carré moyen des traitements qui mesure la variance moyenne entre les groupes.

$MST = \frac{SST}{k-1}$ avec $SST = \sum_{i=1}^k n_i \times (\overline{BHAR}_i - \overline{BHAR})^2$ qui représente la variance totale entre les moyennes des groupes.

MSE est défini comme l'estimation de la variance moyenne du terme d'erreur ou de la variance à l'intérieur du groupe.

$MSE = \frac{SSE}{n-k}$ avec $SSE = \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{n_i} (BHAR_{i,j} - \overline{BHAR}_i)^2$ qui représente la variance au sein de chaque groupe.

L'hypothèse nulle sera rejetée si :

$$F > F_\alpha$$

Où

α est le niveau de signification.

F_α est la valeur critique au niveau de signification α .

L'Annexe 2 reprend l'ensemble des codes R Studio implémentés dans le cadre des tests statistiques.

PARTIE 3 : Discussion des résultats et limites

Il est maintenant temps de discuter et d'interpréter les résultats obtenus après avoir réalisé, sur notre base de données, les calculs et les tests statistiques décrits précédemment (cf. Partie 2 – Section 3). Nous commencerons par l'analyse de la performance globale des sociétés acquéreuses à long terme. Ensuite, nous nous intéresserons à l'impact de la méthode de paiement et de la prime d'acquisition consentie. Nous étudierons également l'influence de la santé financière des sociétés cibles et acquéreuses sur la performance de ces dernières. Enfin, nous examinerons l'impact de l'annonce dans la presse des synergies, ainsi que celui de l'importance des réductions de coûts annoncées, sur la performance de l'acquéreur. Pour chacune de nos analyses, nous discuterons et interpréterons les résultats. Nous établirons également les principales limites liées à la méthodologie choisie pour notre étude empirique.

Section 1 : Performance des acquéreurs à long terme

La première analyse réalisée était destinée à examiner la performance globale des sociétés acquéreuses, sur une période de 12 mois, suite à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition. Dans cette optique, nous avons opté pour une étude de l'évènement à long terme dans le but de déterminer la performance anormale des F&A de notre échantillon. Cette dernière a été déterminée par le biais des buy and hold abnormal returns (BHARs). D'une part, cette première section va nous permettre de tester notre première hypothèse (cf. Partie 2 – Section 1.1). D'autre part, nous nous pencherons sur les limites de notre approche.

Section 1.1 : Résultats et interprétation

Afin d'évaluer la performance anormale moyenne des acquéreurs, nous avons calculé le BHAR, sur une période de 12 mois, de chacun d'entre eux. L'ensemble des rendements anormaux ainsi déterminés est repris dans l'Annexe 3. Au premier regard, nous remarquons que les rentabilités anormales sont comprises dans l'intervalle $[-78,47\% ; 236,61\%]$. Il y a donc une grande dispersion des résultats avec un écart de près de 315% entre la plus mauvaise performance et la meilleure. Cette disparité indique que l'annonce d'une transaction peut s'avérer assez catastrophique ou au contraire largement bénéfique pour la firme acquéreuse.

En ce qui concerne la significativité statistique, nous avons effectué un test de Student pour un échantillon unique sur l'ensemble des sociétés acquéreuses. Ce test statistique, repris dans la *Figure 4*, démontre une performance anormale moyenne sur une fenêtre d'un an négative. En moyenne, l'annonce d'une opération de fusion-acquisition a un impact négatif de -4,41% sur la performance boursière de l'acquéreur. Pour expliquer cette destruction de valeur constatée dans notre échantillon, nous pouvons nous référer aux causes des échecs identifiées dans la revue littéraire (cf. Partie 1 – Section 3.4). A celles-ci, nous avançons une autre raison possible : la poursuite du gigantisme. Elle est définie comme la tendance des sociétés à réaliser des fusions-acquisitions dans le but de devenir des géants du secteur. Cette course à la taille présente des risques : la difficulté à intégrer les différentes cultures d'entreprise, la complexité organisationnelle ou encore la difficulté à réaliser les synergies anticipées. Cependant, en observant la p-valeur associée à notre test, nous remarquons que ce résultat n'est pas significatif au seuil de signification α de 5%. Il n'est donc pas possible de rejeter l'hypothèse nulle stipulant que la moyenne de l'échantillon est nulle. Il est important de noter qu'il n'y a pas de preuve statistiquement significative pour soutenir l'hypothèse alternative. Néanmoins, nous ne pouvons pas conclure que l'hypothèse nulle est vraie. Nous ne pouvons seulement pas la rejeter sur la base des données disponibles et du niveau de signification α choisi. Nous ne sommes donc pas en mesure de confirmer notre première hypothèse de recherche.

Figure 4: Résultat du test de Student pour un échantillon unique (hypothèse 1)

```
> t.test(Tests_Stats$BHAR, mu=0)

one sample t-test

data: Tests_Stats$BHAR
t = -0.69806, df = 55, p-value = 0.4881
alternative hypothesis: true mean is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -0.17067755  0.08249209
sample estimates:
 mean of x
-0.04409273
```

Source: R Studio

Toutefois, nos résultats semblent davantage corroborer la majorité des études abordées dans notre revue de la littérature (Kenny, 2020 ; Meier & Schier, 2019 ; Laabs & Schiereck, 2008 ; Tuch & O'Sullivan, 2007 ; Andrade et al., 2001). Celles-ci rapportaient des buy and hold abnormal returns négatifs à long terme pour l'acquéreur. Est-ce que cela signifie pour autant que les conclusions de l'étude de Zakaria et Kamaludin (2018) sont fausses ? Non, il faut garder

à l'esprit que leur étude a une portée géographique totalement différente étant donné qu'elle se limitait à l'Arabie Saoudite. Bien que notre couverture soit à l'échelle mondiale, aucune transaction dans notre base de données ne trouve son origine dans ce pays. Pour rappel, nous évoquons que « les performances à long terme des opérations de fusion et d'acquisition dépendent d'une série de facteurs, et il est difficile de faire des généralisations sur les performances des transactions dans leur ensemble » (cf. Partie 2 – Section 1.1).

Section 1.2 : Limites

Tout d'abord, il est important de préciser que l'ensemble des limitations énoncées dans cette section sont également applicables à l'ensemble des analyses qui vont suivre. La première limite a trait à la construction de la base de données. En effet, la fonction "Mergers and Acquisitions" du logiciel Bloomberg a regroupé 164 transactions répondant à nos critères. Cependant, seules 56 d'entre elles avaient toutes les informations nécessaires à nos analyses, disponibles sur Yahoo Finance et Bloomberg. Cette limitation dans la taille de notre population génère deux effets. D'une part, notre base de données pourrait ne pas être représentative du marché ou de l'industrie dans son ensemble. D'autre part, un échantillon de petite taille peut affecter la puissance statistique de l'étude, et complexifier la détection d'effets significatifs. Une seconde limite réside dans le choix de notre actif de référence, à savoir le Nasdaq Composite. Bien que ce choix se justifie dans le cadre de notre recherche (cf. Partie 2 – Section 3.1), cela reste une simplification quant à l'approche des buy and hold abnormal returns. Celle-ci requiert l'identification d'une firme comparable pour chaque société dans l'échantillon. Cet indice est également composé majoritairement d'entreprises américaines. Le choix d'indices nationaux selon l'origine de l'acquéreur aurait peut-être été plus judicieux. De manière générale, le Nasdaq ne représente pas un actif de comparaison parfait et cela a donc un impact sur les résultats que nous avons obtenus, mais il reste un proxy cohérent. Une troisième limite concerne l'environnement macroéconomique. En effet, sur la période étudiée (du 28 février 2019 au 1^{er} mars 2022), un certain nombre de chocs économiques ont eu lieu. Ils ont pu entraîner des bruits et de la volatilité sur les cours boursiers des entreprises de notre échantillon. Cette fenêtre d'évènement a notamment vu apparaître la crise du covid, mais aussi le retour de l'inflation, la hausse des taux et dans une moindre mesure la guerre en Ukraine.

Section 2 : Performance des acquéreurs selon la méthode de paiement

Dans cette section, nous allons examiner l'impact du mode de paiement sur la performance boursière de l'acquéreur à long terme. Plus précisément, l'objectif de cette deuxième analyse est de comparer le résultat des fusions-acquisitions réglées en cash d'une part, et par échange d'actions ou une combinaison de cash et d'actions d'autre part. Nous avons vu que les chercheurs académiques avaient tendance à démontrer une performance supérieure pour les transactions payées à 100% en cash. Nous allons tout d'abord vérifier si notre échantillon corrobore ce constat auquel cas nous pourrions valider notre seconde hypothèse (cf. Partie 2 – Section 1.2). Ensuite, nous nous pencherons sur les limites de notre approche.

Section 2.1 : Résultats et interprétation

Afin d'évaluer les performances pour les différentes méthodes de paiement, nous avons divisé l'échantillon en deux groupes : le premier regroupant les firmes acquéreuses ayant réglé la transaction en cash et le second regroupant les autres moyens de paiement. En partant des rentabilités anormales reprises dans l'Annexe 3, nous constatons que les deux sous-groupes ne contiennent pas le même nombre d'observations. En effet, sur les 56 F&A étudiées, 40 ont été réglées en cash et 16 par échange d'actions ou par un mix de cash et d'actions. Notre base de données comprend davantage de deals financés en liquide.

En ce qui concerne la significativité statistique nous avons réalisé un test de Student pour deux échantillons indépendants. Ce test statistique est repris dans la *Figure 5*. Il démontre une performance boursière de l'acquéreur, mesurée sur une période de 12 mois, supérieure pour les deals réglés par actions ou combinaison d'actions et de cash. Plus surprenant encore, la rentabilité anormale moyenne est négative pour ce qui est du paiement en liquide. Plus précisément, les buy and hold abnormal returns moyens du premier et deuxième groupe sont de -10,76% et 11,48% respectivement. Le résultat du test entre donc en contradiction avec notre seconde hypothèse. Cependant, en observant la p-valeur associée à notre test, nous remarquons que ce résultat n'est pas significatif au seuil de signification α de 5%. Il n'est donc pas possible de rejeter l'hypothèse nulle stipulant l'absence de différence statistiquement significative entre les moyennes des deux groupes indépendants. Nous ne pouvons pas non

plus conclure que l'hypothèse nulle est correcte, mais seulement que nous ne pouvons pas la rejeter sur la base des données disponibles et du niveau de signification α choisi.

Figure 5: Résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 2)

```
> t.test(Tests_Stats$Cash, Tests_Stats$Other, var.equal = TRUE)

Two Sample t-test

data: Tests_Stats$Cash and Tests_Stats$Other
t = -1.6146, df = 54, p-value = 0.1122
alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -0.49884215  0.05379136
sample estimates:
mean of x   mean of y 
-0.1076714  0.1148540
```

Source: R Studio

Est-ce que cela signifie que les résultats des études analysées dans notre revue littéraire (Kalsie & Singh, 2021 ; Uddin & Boateng, 2009 ; Andrade et al., 2001) sont obsolètes ou pas généralisables au secteur technologique ? Il faut regarder au cas par cas. Concernant la recherche de Kalsie et Singh (2021), elle a une portée géographique différente de la nôtre puisqu'elle se focalise uniquement sur des transactions en Inde. Nous n'avons aucune transaction prenant source en Inde dans notre échantillon. Il ne nous est donc pas possible de vérifier une relation entre la performance boursière, le paiement en cash et cette origine en particulier. Pour ce qui est de Uddin et Boateng (2009), ils ont réalisé une étude d'évènement à court terme. Plus précisément, sur une période de 5 jours entourant l'annonce. Comme nous l'avons vu dans la revue de la littérature (cf. Partie 1 – Section 1.5), la paiement en cash montre la confiance de l'acheteur par rapport à la réalisation des synergies. Cet horizon court terme qui ne capte que la réaction immédiate du marché pourrait expliquer la disparité avec nos conclusions. La dernière étude (Andrade et al., 2001) porte sur une fenêtre d'évènement de 3 ans. Les auteurs expliquent les rentabilités anormales moyennes supérieures, quand la transaction est réglée en liquide, par les synergies plus importantes que ce moyen de paiement entraine. La divergence avec nos résultats peut s'expliquer par la différence dans l'horizon de temps. En effet, les synergies prennent du temps à se réaliser concrètement. Notre période d'analyse de 12 mois est peut-être trop courte pour capter leur concrétisation. Comme le précise Kalsie et Singh (2021), les études menées sur une plus longue période donneront une image beaucoup plus claire des bénéfices liés aux synergies.

En conclusion, le constat établi par ces trois études n'est pas vérifié au sein de notre base de données.

Section 2.2 : Limites

Les trois limites que nous avons abordées dans la première analyse, c'est-à-dire, la constitution de notre échantillon, le choix de l'actif de référence et le contexte macroéconomique sont toujours applicables à l'étude de l'impact du moyen de paiement (cf. Partie 3 – Section 1.2). A celles-ci s'ajoutent deux nouvelles limitations. Premièrement, bien que notre étude se focalise sur la performance à long terme, notre horizon de 12 mois peut s'avérer trop court pour capter la réalisation de certaines synergies. En effet, celles-ci peuvent se concrétiser plus tard dans le temps. Deuxièmement, nous avons posé l'hypothèse que la variance des deux sous-groupes établis étaient similaires (cf. Partie 2 – Section 3.2.2). Or, si nous faisons un test sur le ratio des variances des deux groupes (voir *Figure 6*), nous constatons que nous pouvons rejeter l'hypothèse nulle stipulant que le rapport entre les variances est égale à un.

Figure 6: Résultat du test du rapport de variance (hypothèse 2)

```
> var.test(Tests_Stats$Cash, Tests_Stats$Other)

F test to compare two variances

data: Tests_Stats$Cash and Tests_Stats$Other
F = 0.15443, num df = 39, denom df = 15, p-value = 2.63e-06
alternative hypothesis: true ratio of variances is not equal to 1
95 percent confidence interval:
 0.05963657 0.33842267
sample estimates:
ratio of variances
 0.1544344
```

Source: R Studio

Dans ce cas, il est préférable de réaliser un test de Welch. Ce dernier est une adaptation du test de Student lorsque les variances entre les deux groupes ne sont pas égales. La seule différence entre les deux est une modification du nombre de degrés de liberté. Néanmoins, cela a un impact sur la p-valeur et donc potentiellement sur le résultat du test. Dans notre cas, la *Figure 7* montre qu'il n'y a aucune incidence sur nos conclusions.

Figure 7: Résultat du test de Welch sur l'impact de la méthode de paiement

```
> t.test(Tests_Stats$Cash, Tests_Stats$Other, var.equal = FALSE)

welch Two sample t-test

data: Tests_Stats$Cash and Tests_Stats$Other
t = -1.1568, df = 16.886, p-value = 0.2635
alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -0.6285849 0.1835341
sample estimates:
mean of x mean of y
-0.1076714 0.1148540
```

Source: R Studio

Section 3 : Performance des acquéreurs selon la prime d'acquisition

Le but de cette troisième analyse est d'étudier l'impact de l'ampleur de la prime d'acquisition sur la performance boursière à long terme de l'acquéreur. Plus précisément, nous allons comparer le résultat des fusions-acquisitions en fonction du premium payé. Les auteurs soutiennent une relation négative entre la performance et la prime consentie par la société acquéreuse. Nous allons tout d'abord vérifier si notre échantillon corrobore ce constat auquel cas nous pourrions valider notre troisième hypothèse (cf. Partie 2 – Section 1.3). Ensuite, nous nous pencherons sur les limites de notre approche.

Section 3.1 : Résultats et interprétation

Nous avons divisé notre échantillon en deux groupes. La composition de ceux-ci est induite par la taille de la prime. Le premium moyen de notre base de données complète étant l'élément déterminant l'appartenance au premier ou second groupe. Il est important de noter que les primes d'acquisition ont été trouvées sur le logiciel Bloomberg. Elles sont basées sur le prix moyen de l'action de l'entreprise acquéreuse des 20 derniers jours de négociation avant la date d'annonce de l'opération de fusion-acquisition. Un premier indicateur intéressant est que la rentabilité anormale moyenne des 5 transactions avec les plus grandes primes est de -11,88% tandis qu'elle est de 61,17% pour les 5 deals avec les plus petits premium. Un autre élément probant est que la prime moyenne payée pour les 3 transactions qui ont les plus mauvaises performances sur le long terme est de 34% contre 19% pour celles dont les performances sont les meilleures.

En ce qui concerne la significativité statistique, nous avons utilisé un test de Student pour deux échantillons indépendants. Ce test statistique est repris dans la *Figure 8*. Il démontre une performance boursière de l'acquéreur, mesurée sur une période de 12 mois, supérieure pour les deals qui font partie du second groupe. Ce sont ceux dont la prime d'acquisition est inférieure à la moyenne de notre échantillon. Plus précisément, les buy and hold abnormal returns moyens du premier et deuxième groupe sont de -13,10% et 3,12% respectivement. Cependant, en observant la p-valeur associée à notre test, nous remarquons que ce résultat n'est pas significatif au seuil de signification α de 5%. Il n'est donc pas possible de rejeter l'hypothèse nulle stipulant l'absence de différence statistiquement significative entre les

moyennes des deux groupes indépendants. Néanmoins, nous ne pouvons pas conclure que l'hypothèse nulle est vraie, mais seulement que nous ne pouvons pas la rejeter sur la base des données disponibles et du niveau de signification α choisi. Nous ne sommes donc pas en mesure de confirmer notre troisième hypothèse de recherche. Toutefois, nos résultats semblent se rapprocher des recherches présentées dans notre revue littéraire (Sirower & Weirens, 2022 ; Tarasovich, 2014).

Figure 8: Résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 3)

```
> t.test(Tests_Stats$HighP, Tests_Stats$LowP, var.equal = TRUE)

Two sample t-test

data: Tests_Stats$HighP and Tests_Stats$LowP
t = -1.2886, df = 54, p-value = 0.203
alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -0.41465146  0.09017318
sample estimates:
 mean of x   mean of y 
-0.13100656  0.03123259
```

Source: R Studio

Section 3.2 : Limites

Les trois limites que nous avons abordées dans la première analyse, c'est-à-dire, la construction de notre échantillon, le choix de l'actif de référence et le contexte macroéconomique sont toujours applicables à l'étude de l'impact de l'ampleur de la prime d'acquisition (cf. Partie 3 – Section 1.2).

Section 4 : Performance des acquéreurs selon la santé financière avant la transaction

Comme énoncé précédemment, peu de recherches académiques se sont intéressées à la performance financière des parties impliquées dans le deal préalablement à celui-ci. Dans cette quatrième analyse, l'objectif est de combler ce manque. Ceci en examinant l'influence de la santé financière, antérieure à l'opération de fusion-acquisition, des sociétés cibles et acquéreuses sur la performance boursière à long terme de l'acquéreur. Dans cette optique, nous avons sélectionné trois indicateurs financiers : la marge d'EBITDA, le cycle de conversion du cash, et le niveau de dettes par rapport aux capitaux propres. Ceux-ci vont nous permettre de comparer les rentabilités anormales moyennes des F&A de notre échantillon selon leur profitabilité, leur capacité à générer du cash ainsi qu'à leur niveau d'endettement. De cette

manière, nous pourrions faire apparaître des disparités selon les valeurs prises par chaque facteur et tester nos quatrième et cinquième hypothèses (cf. Partie 2 – Section 1.4). Ensuite, nous nous pencherons sur les limites de notre approche.

Section 4.1 : Résultats et interprétation

A partir de la valeur des trois indicateurs financiers sélectionnés pour chaque cible et chaque acquéreur, nous avons pu subdiviser notre échantillon de sociétés acquéreuses en 8 groupes distincts. Ceux-ci correspondent au traitement des 3 facteurs collectivement. Néanmoins, afin d'évaluer si la performance boursière est fonction de la santé financière, nous analyserons aussi les indicateurs deux à deux et individuellement. Il existe donc au total plus de 8 groupes traités.

Commençons par l'analyse de l'impact de la santé financière de l'acquéreur avant l'opération. Tout d'abord, le nombre d'observations dans chacun des sous-groupes est différent comme l'illustre le *Tableau 4*.

Tableau 4: Nombre d'acquéreurs par sous-groupe selon leur santé financière

Marge EBITDA	Cycle de conversion du cash	Leverage	#Acquéreurs
Supérieur	Supérieur	Supérieur	15
Supérieur	Supérieur	Inférieur	8
Supérieur	Inférieur	Supérieur	13
Supérieur	Inférieur	Inférieur	12
Inférieur	Inférieur	Inférieur	1
Inférieur	Inférieur	Supérieur	3
Inférieur	Supérieur	Inférieur	2
Inférieur	Supérieur	Supérieur	2

En ce qui concerne la significativité statistique, nous avons réalisé une analyse de variance à trois facteurs. Ce test statistique, repris dans la *Figure 9*, nous permet d'étudier l'impact de chaque facteur (les effets principaux) et de leur interaction sur la performance anormale de l'acquéreur. En ce qui concerne les effets principaux, nous observons que la rentabilité est le seul indicateur significatif à un seuil de 10%. Néanmoins, nous ne pouvons pas considérer les effets d'une variable sans considérer son interaction avec les autres. Nous constatons alors que l'interaction entre la capacité à générer du cash et la rentabilité est significative au seuil de 5%. Une interdépendance significative signifie que l'effet d'un facteur sur la variable

dépendante (les buy and hold abnormal returns dans notre cas) dépend des niveaux des autres facteurs. Afin d'examiner cette relation plus en profondeur, nous avons créé un graphique d'interaction entre ces deux facteurs (voir Annexe 4). Il est alors possible de démontrer qu'une rentabilité plus faible combinée à un cycle de conversion du cash plus court que la moyenne du secteur amène une performance boursière supérieure pour l'acquéreur. Ce résultat est quelque peu surprenant étant donné que l'on pouvait s'attendre à ce qu'une rentabilité plus faible que la norme de l'industrie soit un signe de mauvaise santé. Nous avançons deux explications possibles. Premièrement, les entreprises peu rentables peuvent avoir des attentes moins élevées quant aux performances de l'entreprise cible après l'acquisition. Elles sont donc plus susceptibles d'atteindre leurs objectifs. Deuxièmement, les acquéreurs dont les marges d'EBITDA sont plus faibles pourraient se concentrer davantage sur l'adéquation stratégique et le potentiel de croissance à long terme, plutôt que sur les gains financiers à court terme. Cet accent mis sur l'adéquation stratégique peut conduire à une meilleure intégration et à un meilleur alignement entre les deux entreprises. En effet, ces acquéreurs peuvent tirer parti de leur gestion efficace du fonds de roulement et se concentrer sur l'intégration stratégique. Ils peuvent alors dégager des synergies, réduire les coûts et améliorer les performances opérationnelles après l'acquisition. Ce qui se traduit par de meilleures performances globales (Terjesen, 2009).

Outre cette interdépendance, nous constatons également que l'interaction entre la capacité à générer du cash et le niveau de dettes est statistiquement significative à un seuil de 10%. Si nous construisons à nouveau un diagramme pour représenter cette interdépendance (voir Annexe 4), nous trouvons une nouvelle fois un résultat étonnant. En effet, un effet de levier plus grand combiné à un cycle de conversion du cash plus court que la moyenne du secteur amène une performance boursière supérieure pour l'acquéreur. Une tentative d'explication pourrait être que la structure du capital de l'entreprise peut être optimisée de manière à lui permettre d'utiliser le financement de la dette à son avantage. Par exemple, l'entreprise peut être en mesure d'obtenir un financement par emprunt à faible taux d'intérêt qui l'aide à financer des initiatives de croissance, à étendre ses activités ou à investir dans de nouveaux projets qui génèrent des rendements plus élevés. L'importance de l'optimisation du ratio $\frac{\text{Dettes}}{\text{Capitaux propres}}$ semble être validée par Goedhart et al. (2006). Par conséquent, la

combinaison d'un effet de levier plus important et d'un cycle de conversion de trésorerie plus court peut entraîner une meilleure création de valeur pour les acquéreurs. La capacité à générer rapidement des liquidités à partir des opérations, combinée à des options de financement favorables, permet aux acquéreurs de tirer parti de leurs actifs et de leurs investissements de manière efficace. Ce qui se traduit par une amélioration de la rentabilité et des rendements. Nous pouvons faire un lien avec l'importance de faire concorder les opportunités d'investissement énoncée dans la revue littéraire (cf. Partie 1 – Section 2.3.2). En effet, DePamphilis (2021) démontrait qu'une firme acquéreuse, bénéficiant d'un coût du capital plus faible, pouvait exploiter les opportunités offertes par une cible disposant d'actifs de valeur, de propriétés intellectuelles ou d'opportunités d'investissement, mais ne possédant pas les capitaux nécessaires pour les exploiter pleinement.

Figure 9: Résultat de l'analyse de variance à trois facteurs concernant la santé financière des acquéreurs (hypothèse 4)

```
> Model<- aov(BHAR ~ Rentabilité*CashG*Leverage, data=Tests_Stats)
> summary(Model)
```

	Df	Sum Sq	Mean Sq	F value	Pr(>F)
Rentabilité	1	0.542	0.5424	2.859	0.0974 .
CashG	1	0.002	0.0023	0.012	0.9137
Leverage	1	0.345	0.3449	1.818	0.1839
Rentabilité:CashG	1	1.063	1.0632	5.604	0.0220 *
Rentabilité:Leverage	1	0.451	0.4513	2.379	0.1296
CashG:Leverage	1	0.640	0.6396	3.371	0.0725 .
Rentabilité:CashG:Leverage	1	0.138	0.1379	0.727	0.3982
Residuals	48	9.107	0.1897		

 Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Source: R Studio

Globalement, au vu des résultats du test, nous pouvons valider notre quatrième hypothèse. En effet, nous pouvons conclure qu'il existe une différence statistiquement significative entre les moyennes d'au moins un groupe pour l'un des facteurs ou un effet d'interaction. Pour être complet, nous pouvons effectuer un test post hoc pour déterminer exactement quels groupes de traitement diffèrent les uns des autres. A cette fin, nous avons réalisé un test de Tukey qui établit des intervalles de confiance pour toutes les différences par paire entre les niveaux des facteurs. Le résultat de ce test est disponible dans l'Annexe 5.

Il est important de préciser que la relation entre les 3 indicateurs n'est pas significative (voir *Figure 9*). Il n'y a donc pas de différence significative entre les 8 groupes présentés en début de section. L'absence d'interaction tripartite suggère que la relation entre les trois variables indépendantes n'affecte pas collectivement la variable dépendante (la performance). Cependant, comme énoncé précédemment, afin de déterminer si la performance à long

terme est fonction de la santé financière, il faut également examiner les indicateurs par paire et individuellement. Nous avons démontré qu'un effet principal ainsi que deux interactions étaient statistiquement significatifs. Par conséquent, même en l'absence de relation tridirectionnelle significative, la présence d'interactions bidirectionnelles significatives indique que les variables indépendantes ont une influence sur la variable dépendante.

Passons à l'analyse de l'impact de la santé financière de la cible avant l'opération sur la performance de la société acquéreuse à long terme. Tout d'abord, le nombre d'observations dans chacun des sous-groupes est différent comme l'illustre le *Tableau 5*. Il est néanmoins plus homogène par rapport au cas des acquéreurs.

Tableau 5: Nombre d'observations par sous-groupe selon la santé financière de la cible

Marge EBITDA	Cycle de conversion du cash	Leverage	#Transactions
Supérieur	Supérieur	Supérieur	7
Supérieur	Supérieur	Inférieur	5
Supérieur	Inférieur	Supérieur	9
Supérieur	Inférieur	Inférieur	7
Inférieur	Inférieur	Inférieur	9
Inférieur	Inférieur	Supérieur	6
Inférieur	Supérieur	Inférieur	9
Inférieur	Supérieur	Supérieur	4

En ce qui concerne le résultat de l'analyse de variance à trois facteurs, repris dans la *Figure 10*, les résultats sont sans appel. En effet, aucun indicateur, ni aucune interaction ne sont significatifs. Nous ne sommes donc pas en mesure de confirmer notre cinquième hypothèse. Il n'est donc pas possible de rejeter l'hypothèse nulle stipulant l'absence de différence statistiquement significative entre les moyennes des groupes indépendants.

Figure 10: Résultat de l'analyse de variance à trois facteurs concernant la santé financière des cibles (hypothèse 5)

```
> Model12<- aov(BHAR_Acquéreur ~ Rentabilité*CashG*Leverage, data=Test_Cibles)
> summary(Model12)
```

	Df	Sum Sq	Mean Sq	F	value	Pr(>F)
Rentabilité	1	0.010	0.0096	0.041	0.840	
CashG	1	0.433	0.4329	1.855	0.180	
Leverage	1	0.551	0.5515	2.363	0.131	
Rentabilité:CashG	1	0.004	0.0040	0.017	0.897	
Rentabilité:Leverage	1	0.000	0.0000	0.000	0.992	
CashG:Leverage	1	0.008	0.0077	0.033	0.857	
Rentabilité:CashG:Leverage	1	0.081	0.0812	0.348	0.558	
Residuals	48	11.202	0.2334			

Source: R Studio

Comment expliquer ce résultat pour la cible ? Il semblerait que des facteurs tels que l'adéquation stratégique entre les deux entreprises, l'adéquation culturelle et la capacité à intégrer les opérations et le personnel des deux entreprises, jouent un rôle plus prépondérant dans la réussite de l'opération (Aribou & Liouville, 2017 ; Thelisson, 2017 ; Terjesen, 2009). Une autre explication possible est que même en cas de mauvaise santé financière, un acquéreur peut être en mesure de tirer parti de sa propre puissance financière et de son expertise pour redresser une société cible en difficulté financière. De manière équivalente, une société cible financièrement solide peut ne pas constituer une bonne adéquation stratégique pour l'acquéreur.

En conclusion, la santé financière de l'acquéreur avant la transaction a un impact sur sa performance boursière à long terme. En effet, la rentabilité, ainsi que les interactions entre celle-ci et la capacité à générer du cash, et entre cette aptitude et l'effet levier ont un impact sur la performance de l'acquéreur. Ce résultat n'est pas vérifié pour la cible. Ce qui veut dire que la profitabilité, la capacité de générer du cash et l'effet de levier de celle-ci n'ont pas d'influence sur la rentabilité anormale de la société acquéreuse sur 12 mois.

Section 4.2 : Limites

Les trois limites que nous avons abordées dans la première analyse, c'est-à-dire, la construction de notre échantillon, le choix de l'actif de référence et le contexte macroéconomique sont toujours applicables à l'étude de l'impact de la santé financière des sociétés cibles/acquéreuses avant l'opération (cf. Partie 3 – Section 1.2).

En outre, cette quatrième analyse souffre de deux autres limitations. Premièrement, les tests post hoc de Tukey sont réalisés après l'analyse de variance. Ils comportent donc un risque accru d'erreurs de type 1. Pour rappel, ces dernières surviennent lorsque l'hypothèse nulle est rejetée alors qu'elle est correcte. En d'autres termes, une erreur de type 1 se produit lorsque nous concluons qu'il existe un effet ou une relation significative entre les variables alors qu'il n'en est rien. Il faut donc analyser le résultat de tels tests avec précaution. Deuxièmement, cette analyse n'est pas généralisable à d'autres industries. Ceci s'explique par le choix d'indicateurs financiers pertinents pour le secteur technologique et par l'utilisation des valeurs moyennes du secteur comme référence dans la formation des sous-groupes.

Section 5 : Performance des acquéreurs et synergies

Les synergies étant un point central dans la création de valeur lors d'opérations de fusion-acquisition, nous avons décidé d'étudier leur impact sur la performance boursière de l'acquéreur à long terme. Afin d'évaluer cette influence, nous allons réaliser deux analyses. Dans un premier temps, nous étudierons les implications d'une annonce publique des synergies. Dans un second temps, nous examinerons celles de l'ampleur des réductions de coûts prévues. Pour rappel, dans la seconde partie de cette dernière analyse nous nous limiterons aux synergies de coûts car elles sont plus tangibles que celles liées aux revenus. Nous serons alors en mesure de confirmer ou d'infirmer nos sixième et septième hypothèses. Pour terminer, nous nous pencherons sur les limites de notre approche.

Section 5.1 : Résultats et interprétation

Nous avons divisé notre base de données en deux sous-groupes sur base de la communication ou non des réductions de coûts ou des accroissements de revenus liés à l'opération de fusion-acquisition. Sur les 56 transactions composant notre échantillon, les synergies de coûts et/ou de revenus ont été annoncées pour 22 transactions.

Commençons par l'analyse de l'impact d'une annonce publique des synergies sur la performance boursière à long terme de l'acquéreur. Nous avons réalisé un test de Student pour deux échantillons indépendants dont le résultat est repris dans la *Figure 11*. En comparant les rentabilités anormales moyennes des deux groupes, nous constatons que communiquer les synergies publiquement mène à une performance supérieure pour l'acquéreur sur 12 mois. Plus précisément, les buy and hold abnormal returns moyens sont de -3,07% et -5.27%. Toutefois, la p-valeur du test étant largement supérieure à 5%, nous ne sommes pas en mesure de confirmer notre sixième hypothèse. En effet, le résultat du test n'est pas significatif statistiquement. Celui-ci se rapproche néanmoins des études énoncées précédemment (Koerniadi et al., 2015 ; Dutordoir et al., 2014) démontrant un impact positif de l'annonce des synergies.

Figure 11: Résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 6)

```
> t.test(Tests_Stats$Press, Tests_Stats$NoPress, var.equal = TRUE)

Two sample t-test

data: Tests_Stats$Press and Tests_Stats$NoPress
t = 0.16812, df = 54, p-value = 0.8671
alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -0.2396817  0.2835578
sample estimates:
 mean of x   mean of y 
-0.03077322 -0.05271123
```

Source: R Studio

Passons à l'analyse de l'influence de la taille des synergies de coûts. Pour cela, nous allons partir des 22 transactions pour lesquelles les réductions de coûts et/ou les accroissements de revenus ont été communiqués. Parmi celles-ci, nous éliminons les deals pour lesquels seule l'augmentation des revenus a été publiée. Il nous reste alors 17 F&A. Nous avons subdivisé ce sous-échantillon en deux sous-groupes sur base du ratio $\frac{\text{Synergies de coûts}}{\text{Valeur totale du deal}}$. La division par la valeur du deal nous permet d'éviter que notre analyse soit impactée par l'effet de la taille de l'opération. L'élément déterminant l'appartenance d'un deal au premier ou au second groupe étant la moyenne de ce rapport pour les 17 opérations étudiées dans cette analyse.

Le résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants est repris dans la [Figure 12](#). Il nous indique que les acquéreurs ayant un plus grand ratio $\frac{\text{Synergies de coûts}}{\text{Valeur totale du deal}}$ ont une performance boursière à long terme supérieure. En effet, le premier groupe, ayant un rapport supérieur à la moyenne de notre sous-échantillon, est caractérisé par un BHAR moyen de 17,83% quant à -15,08% pour le second. Cependant, ce résultat n'est pas significatif statistiquement au seuil de signification α de 5%. Nous ne sommes donc pas en mesure de confirmer notre septième et dernière hypothèse. À nouveau, notre conclusion se rapproche de celle de l'étude de Tarba et al. (2019) abordée précédemment (cf. Partie 2 – Section 1.5).

Figure 12: Résultat du test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 7)

```
> t.test(Tests_Stats$HighS, Tests_Stats$LowS, var.equal = TRUE)

Two sample t-test

data: Tests_Stats$HighS and Tests_Stats$LowS
t = 1.0433, df = 15, p-value = 0.3133
alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -0.3433422  1.0017341
sample estimates:
 mean of x   mean of y 
 0.1783655 -0.1508305
```

Source: R Studio

Section 5.2 : Limites

Les trois limites que nous avons abordées dans la première analyse, c'est-à-dire, la construction de notre échantillon, le choix de l'actif de référence et le contexte macroéconomique sont toujours applicables à l'étude de l'impact des synergies (cf. Partie 3 – Section 1.2). La première de ces limites est même plus accentuée dans cette dernière analyse. En effet, dans la seconde partie de cette étude, nous réduisons encore notre échantillon aux transactions qui ont publiquement communiqué les synergies de coûts liées à l'opération. Outre ces 3 limites, le test relatif à l'impact de l'ampleur des synergies de coûts prévues sur la performance boursière à long terme de l'acquéreur (hypothèse 7) souffre d'une autre limitation. Cette dernière est la même que celle évoquée dans la seconde analyse (cf. Partie 3 – Section 2.2). En effet, nous avons posé l'hypothèse que la variance des deux sous-groupes établis étaient similaires. Or, si nous faisons un test sur le ratio des variances des deux groupes (voir *Figure 13*), nous constatons que nous pouvons rejeter l'hypothèse nulle stipulant que le rapport des variances est égal à 1.

Figure 13: Résultat du test du rapport de variance (hypothèse 7)

```
> var.test(Tests_Stats$HighS, Tests_Stats$LowS)

F test to compare two variances

data: Tests_Stats$HighS and Tests_Stats$LowS
F = 32.448, num df = 7, denom df = 8, p-value = 5.868e-05
alternative hypothesis: true ratio of variances is not equal to 1
95 percent confidence interval:
 7.165185 158.973735
sample estimates:
ratio of variances
 32.44799
```

Source: R Studio

Comme pour la seconde analyse, nous réalisons alors un test de Welch. La *Figure 14* nous indique que cela ne présente au final aucune incidence sur nos conclusions.

Figure 14: Résultat du test de Welch sur l'impact de l'ampleur des synergies de coûts annoncées

```
> t.test(Tests_Stats$HighS, Tests_Stats$LowS, var.equal = FALSE)

welch Two Sample t-test

data: Tests_Stats$HighS and Tests_Stats$LowS
t = 0.98326, df = 7.3839, p-value = 0.3566
alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -0.454215  1.112607
sample estimates:
mean of x mean of y
 0.1783655 -0.1508305
```

Source: R Studio

CONCLUSION

Le développement par fusions-acquisitions est un mode de croissance privilégié par de nombreuses entreprises. Comme nous l'avons vu dans la littérature scientifique, les F&A présentent un certain nombre d'avantages. En effet, ce sont des moyens rapides et efficaces pour acquérir de nouvelles technologies et connaissances, diversifier les activités d'une société, croître, ou encore générer des synergies. Ces synergies sont au centre de la création de valeur lors de telles transactions. En effet, Rosenbaum et Pearl (2022) ont montré que la valeur créée est égale à la valeur des synergies à laquelle on retire la prime d'acquisition. Ces éléments nous ont amené à étudier deux aspects. Dans un premier temps, nous avons analysé la performance globale des sociétés acquéreuses à long terme à la suite d'une opération de fusion-acquisition. Dans un second temps, nous avons examiné l'influence sur cette performance de déterminants jugés au cœur de la création de valeur comme le premium payé ou les synergies.

Afin d'évaluer la valeur créée par les F&A, nous avons opté pour la mesure de la performance boursière. Pour rappel, cette approche mobilise la méthodologie de l'étude de l'évènement. Nous avons alors déterminé les rentabilités anormales des acquéreurs, sur une fenêtre d'évènement de 12 mois à partir de la date d'annonce, au travers du calcul des Buy and Hold Abnormal Returns (BHARs). Ce dernier nécessite le choix d'un actif de référence, à savoir le Nasdaq Composite dans le cadre de notre recherche. Il est également important de rappeler les critères sélectionnés lors de la constitution de notre base de données. Les 56 transactions formant notre échantillon ont eu lieu entre le 28 février 2019 et le 1^{er} mars 2022, entre deux entreprises cotées et dont la cible et/ou l'acquéreur est actif dans le secteur technologique.

Passons en revue les résultats obtenus au travers de notre recherche empirique. Tout d'abord, la première analyse, portant sur la performance boursière globale des acquéreurs de notre échantillon sur 12 mois, a révélé une rentabilité anormale négative. En effet, nous avons trouvé un buy and hold abnormal return moyen de -4.41%. Il y a effectivement une destruction de valeur à long terme comme nous le pensions. Cependant, nous n'avons pas été en mesure de valider notre première hypothèse de recherche car le résultat du test n'est pas significatif au seuil de signification de 5%.

Ensuite, nous avons cherché à vérifier si, comme la majorité des études dans la littérature le démontrait, le règlement en cash de la transaction engendrait une performance boursière supérieure. Cependant, le résultat obtenu entre en contradiction avec les recherches abordées dans la revue littéraire. Plus précisément, nous obtenons un BHAR moyen, sur la fenêtre d'observation de 12 mois, de -10,76% pour les opérations payées en cash et de 11,48% pour celles réglées par échange d'actions ou une combinaison d'espèces et d'actions. Toutefois, ce résultat n'est pas significatif statistiquement au seuil conventionnel de signification de 5%. Nous ne sommes donc pas en mesure d'infirmer notre seconde hypothèse. Il semblerait que la divergence, dans nos conclusions et celles de la majorité des études académiques, s'explique par des différences à la fois en termes de couverture géographique et en termes d'horizon de temps. En effet, dans ces recherches, l'impact positif du règlement en cash sur la création de valeur se vérifie sur des périodes très courtes autour de l'évènement ou à très long terme.

La troisième analyse portait sur l'influence de la prime d'acquisition consentie sur la performance boursière à long terme de la société acquéreuse. Elle semble davantage se rapprocher des résultats présents dans la littérature. En effet, le buy and hold abnormal return moyen des transactions ayant un premium inférieur à la moyenne de notre échantillon est 16,22% supérieur à celui des deals au-dessus de la moyenne. Cependant, ce résultat n'est à nouveau pas significatif statistiquement à un seuil de signification de 5%. Nous ne sommes donc pas en mesure de confirmer notre troisième hypothèse de recherche.

En ce qui concerne l'avant-dernière analyse à propos de l'impact de la santé financière des sociétés acquéreuses/cibles, préalablement à la transaction, sur la performance boursière à long terme des acquéreurs, nous obtenons des résultats contrastés. Pour ce qui est de la firme acquéreuse, l'analyse de variance a révélé que la rentabilité, caractérisée dans notre recherche par la marge d'EBITDA, était un facteur significatif à un seuil de 10%. De même, l'interaction entre celle-ci et la capacité à générer du cash est statistiquement significative à un seuil de 5%. Quant à la direction de cette relation, une rentabilité plus faible combinée à un cycle de conversion du cash plus court que la moyenne du secteur technologique amène une performance boursière supérieure pour l'acquéreur. Afin d'expliquer ce résultat étonnant, nous soutenons l'idée que les entreprises dont les marges d'EBITDA sont plus faibles

porteraient davantage attention au potentiel à long terme et aux caractéristiques stratégiques de l'opération. Ce focus peut alors permettre une intégration des deux firmes à la transaction plus efficace et générer une performance supérieure. En effet, Terjesen (2009) indique que la réussite d'une fusion-acquisition dépend de la capacité à trouver une adéquation stratégique. Une autre interaction est significative à un seuil de signification de 10%, à savoir celle entre la capacité à générer du cash et l'effet levier. Pour ce qui est de sa direction, un effet de levier plus grand combiné à un cycle de conversion du cash plus court que la moyenne du secteur technologique amène une performance boursière supérieure pour l'acquéreur. Pour expliquer ce résultat à nouveau surprenant, nous avons avancé que les entreprises avec un haut niveau de dettes ont optimisé au maximum la structure de leur capital. Goedhart et al. (2006) confirment qu'une entreprise peut alors obtenir un financement par emprunt à faible taux d'intérêt qui l'aide à financer des initiatives de croissance, à étendre ses activités ou à investir dans de nouveaux projets qui génèrent des rendements plus élevés. En prenant tous ces éléments en compte, nous sommes en mesure de valider notre quatrième hypothèse. En effet, la santé financière de l'acquéreur avant la transaction a un impact sur sa performance à long terme à la suite d'une opération de fusion-acquisition. Au niveau de la cible, les conclusions sont radicalement autres. Aucune interaction, ni aucun effet principal s'avérant significatifs, nous ne sommes pas en mesure de confirmer notre cinquième hypothèse. Afin d'expliquer ce résultat, nous avons avancé que des facteurs tels que l'adéquation stratégique entre les deux entreprises, l'adéquation culturelle ainsi que la capacité à intégrer les opérations et le personnel des deux entreprises, jouent un rôle plus prépondérant dans la réussite de l'opération.

Enfin, la cinquième analyse relative à l'impact des synergies a été divisée en deux parties : la première concernant la communication publique des synergies et la seconde à l'égard de la taille des synergies de coûts annoncées. Nous avons découvert qu'annoncer les synergies associées à une transaction engendre une performance boursière supérieure pour l'acquéreur à long terme. Plus précisément, les firmes qui ont recours à ce type d'annonce ont un BHAR moyen de -3,07% contre -5,27% pour les autres. Toutefois, nous ne sommes pas en mesure de valider notre sixième hypothèse de recherche étant donné que ce résultat n'est pas significatif à un seuil de signification de 5%. Ensuite, parmi les sociétés annonçant les synergies de coûts prévues, nous avons démontré qu'au plus l'ampleur de celles-ci est grande par

rapport à la valeur totale du deal, au plus la performance boursière sur 12 mois de l'acquéreur est grande. En effet, les firmes, pour lesquelles le rapport $\frac{\text{Synergies de coûts}}{\text{Valeur totale du deal}}$ est supérieur à la moyenne de notre échantillon, obtiennent une rentabilité anormale moyenne supérieure. Plus précisément, elle est de 17,83% pour celles-ci, alors qu'elle est de -15,08% pour les autres sociétés. Néanmoins, ce résultat n'est pas significatif statistiquement au seuil de signification de 5%. Nous ne pouvons donc pas confirmer notre septième et dernière hypothèse.

En ce qui concerne les limites de notre recherche empirique, la première a trait à la constitution de notre base de données. Sur les 164 transactions répondant à nos critères et recensées par la fonction "Fusions et Acquisitions" du logiciel Bloomberg, nous n'avons été en mesure d'étudier que 56 d'entre elles. Cette limitation dans la taille de notre échantillon engendre pour principale conséquence une réduction de la puissance statistique de l'étude, ce qui complexifie la détection d'effets significatifs. Une seconde limite concerne le choix du Nasdaq Composite comme actif de référence dans le calcul de la performance anormale. En effet, cet indice n'est pas parfaitement représentatif de notre base de données dont la couverture territoriale est mondiale. La troisième limite tient au contexte macroéconomique durant la période étudiée. En effet, entre le 28 février 2019 et le 1^{er} mars 2022, le monde a connu la crise du coronavirus, le retour de l'inflation, la hausse des taux d'intérêts et dans une moindre mesure la guerre en Ukraine. Ces événements ont entraîné des bruits et de la volatilité sur les cours boursiers des sociétés présentes dans notre échantillon. Une quatrième limitation rencontrée est liée à notre horizon de temps de 12 mois. En effet, l'étude de l'événement avec les buy and hold abnormal returns est limitée à une période de temps spécifique, ce qui peut conduire à ne pas saisir les effets à plus long terme de l'événement. Dans le cadre de notre recherche, notre fenêtre d'événement peut s'avérer trop courte pour capter la réalisation de certaines synergies qui peuvent se concrétiser plus tard dans le temps. Une cinquième et dernière limite a trait au fait que les résultats de notre étude empirique ne sont pas généralisables à d'autres industries. En outre, lorsque nous avons entrepris des tests de Tukey, nous avons interprété les résultats avec précaution. En effet, ceux-ci comportent un risque accru d'erreurs de type 1. Nous avons également vérifié, pour chaque test où l'hypothèse de similarité des variances entre les groupes a été posée, si celle-ci était justifiée. Dans le cas contraire, nous avons réalisé un test de Welch additionnel.

Sur base de nos conclusions, nous pouvons suggérer plusieurs pistes de réflexion pour de futures recherches sur le thème de la création de valeur lors d'opérations de fusion-acquisition. Premièrement, comme nous l'avons abordé en introduction du présent mémoire, les F&A se développent par vagues. Le retour de l'inflation et les récentes restructurations dans les entreprises technologiques comme Microsoft ou Meta constituent des chocs économiques intéressants à étudier. En effet, il serait précieux de déterminer leur impact sur les performances des transactions futures dans le secteur technologique. Deuxièmement, une étude transsectorielle permettrait de pouvoir généraliser les résultats et d'identifier des divergences dans les performances de telles opérations dans différentes industries. Enfin, notre étude donne un aperçu des facteurs qui contribuent à la réussite des fusions-acquisitions dans le secteur technologique, mais des recherches supplémentaires permettraient de mieux comprendre les facteurs de performance. Dans cette optique, il serait intéressant d'analyser l'adéquation stratégique entre la cible et l'acquéreur et de mesurer son impact sur la performance de la transaction.

En conclusion, nous pouvons nous prononcer à l'égard des buts initiaux de ce mémoire. D'une part, nous ne pouvons pas statuer formellement quant à la performance à long terme des sociétés acquéreuses dans le secteur technologique. D'autre part, nous pouvons affirmer que la performance boursière sur 12 mois de l'acquéreur est fonction de sa santé financière avant la transaction. En effet, nous avons démontré que la performance des acheteurs n'est pas identique selon leur rentabilité, leur effet de levier et leur capacité à générer du cash. En ce qui concerne les autres facteurs de performance, nous ne sommes pas en mesure de tirer de quelconques enseignements. Les résultats non significatifs limitent effectivement la possibilité de tirer des conclusions définitives. Au travers de notre étude, nous avons pu également confirmer le manque de consensus dans la littérature sur la performance de telles opérations. En effet, nous avons pu réaliser que les fusions-acquisitions sont des opérations complexes et uniques. Il y a un nombre tel d'éléments qui entrent en considération qu'il en devient difficile de tirer des conclusions générales sur les performances des F&A.

BIBLIOGRAPHIE

- Alexandridis, G., Antypas, N. & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As : New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010>
- Al-Sharkas, A. A., Hassan, M. K., & Lawrence, S. (2008). The Impact of Mergers and Acquisitions on the Efficiency of the US Banking Industry : Further Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 50-70. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02059.x>
- Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
<https://doi.org/10.1257/jep.15.2.103>
- Andriuskevicius, K. (2019). Comparison of Value Creation through M&A in European Union. *Engineering Economics*, 30(2). <https://doi.org/10.5755/j01.ee.30.2.21981>
- Aribou, M. L. (2017). Fusions-Acquisitions et Creation de Valeur : Bilan des Recherches et Perspectives d'Evolution. *Finance and Finance Internationale*, 6, 1-25.
<https://doi.org/10.12816/0040539>
- Aribou, M. L., & Liouville, J. (2017). Dynamique du processus de transfert de connaissances au sein des fusions & acquisitions. *Recherches en Sciences de Gestion*, 119(2), 21-52.
<https://doi.org/10.3917/resg.119.0021>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Barabel, M., & Meier, O. (2002). Biais cognitifs du dirigeant, conséquences et facteurs de renforcement lors de fusions-acquisitions : synthèse et illustrations. *Revue Finance, Contrôle, Stratégie : FCS*, 5(1).

<https://www.proquest.com/abicomplete/docview/235097494/35E4C25877D64303PQ/1?accountid=12156>

- Bauer, F., & Matzler, K. (2013). Antecedents of M&A success : The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 35(2), 269-291. <https://doi.org/10.1002/smj.2091>
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2019). *Corporate Finance, Global Edition* (5^e éd.). Pearson.
- Boateng, A., Du, M., Bi, X. & Lodorfos, G. (2019). Cultural distance and value creation of cross-border M&A : The moderating role of acquirer characteristics. *International Review of Financial Analysis*, 63, 285-295. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.009>
- Brice, F. (2010). Le processus de croissance interne et externe: avantages et inconvénients. *Publications Pimido*.
- Campa, J. M. & Hernando, I. (2004). Shareholder Value Creation in European M&As. *Social Science Research Network*.
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/eufm_240.pdf?abstractid=513540&mirid=2
- Capital.Com. (2017, 12 avril). *NASDAQ*. Capital Com SV Investments Limited.
<https://capital.com/fr/nasdaq-definition>
- Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research : Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1), S1-S5. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00475.x>
- Chalençon, L. (2011). La Performance des Fusions-Acquisitions : une Revue de la Littérature. *Research Papers in Economics*.
<https://econpapers.repec.org/RePEc:hal:journl:halshs-00690634>

Chalençon, L. (2017). *Les stratégies de localisation et la création de valeur des fusions-acquisitions internationales* [E-book]. ISTE Group.

https://books.google.com/books?hl=fr&lr=&id=GvtfDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA5&dq=typologie+des+fusions+acquisitions&ots=4Lv12rZWle&sig=dBvk-bo6t-9_HueXy_qy5Oub3Lc

Christofferson, S. A., McNish, R. S., & Sias, D. L. (2018, 9 février). *Where mergers go wrong*.

McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/where-mergers-go-wrong>

Connelly, L. M. (2015). Research questions and hypotheses. *Medsurg Nursing*, 24(6), 435-436.

Corrado, C. J. (2010). Event Studies : A Methodology Review. *SSRN Electronic Journal*.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.1441581>

Corporate Finance Institute. (2022, 1 mai). *Motives for Mergers*.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/motives-for-mergers/>

Corporate Finance Institute. (2023). Cash Conversion Cycle. *Corporate Finance Institute*.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/cash-conversion-cycle/>

Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. *SSRN Electronic Journal*.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.841486>

Das, A., & Kapil, S. (2012). Explaining M&A performance : a review of empirical research.

Journal of Strategy and Management, 5(3), 284-330.

<https://doi.org/10.1108/17554251211247580>

- DePamphilis, D. (2021). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities : An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions* (11^e éd.). Academic Press.
- Dilshad, M. N. (2013). Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions : An Event Study Approach. *Business and Economic Research*, 3(1).
<https://doi.org/10.5296/ber.v3i1.2781>
- Dolley, J. C. (1933). Characteristics and Procedures of Common Stock Split-Ups. *Harvard Business Review*, 11, 316-326.
- Doré, M. (2006). *FUSION/ACQUISITION : LE DÉFI DE LA RÉALISATION DES SYNERGIES* [Thèse de doctorat]. Université du Québec à Trois-Rivières.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P., & Vasconcelos, M. (2014). Synergy disclosures in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 31, 88-100.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.09.005>
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Mansi, S. A. & Sy, O. (2022). Event studies in international finance research. *Journal of International Business Studies*. <https://doi.org/10.1057/s41267-022-00534-6>
- Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00764.x>
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. & Roll, R. W. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.321524>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*, 51(1), 55-84. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>

- Feldman, E. R., & Hernandez, E. (2022). Synergy in Mergers and Acquisitions : Typology, Lifecycles, and Value. *Academy of Management Review*.
<https://doi.org/10.5465/amr.2018.0345>
- Ferchichi, R. & Souam, S. (2015). Caractéristiques, motivations et performances des fusions et acquisitions en Tunisie. *Revue d'économie industrielle*, 150, 9-50.
<https://doi.org/10.4000/rei.6109>
- Firas Thraya, M. & Louizi, A. (2021). Gouvernance et performance des fusions-acquisitions dans le secteur de la haute technologie en France. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 19(4), 181-204. <https://doi.org/10.3917/entre.194.0181>
- Frankenfield, J. (2022, 2 janvier). *Technology Sector : Definition, 4 Major Sectors, Investing in Tech*. Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/t/technology_sector.asp
- Fuller, K., Netter, J. & Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us ? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00477>
- Garzella, S. & Fiorentino, R. (2014). A synergy measurement model to support the pre-deal decision making in mergers and acquisitions. *Management Decision*, 52(6), 1194-1216. <https://doi.org/10.1108/md-10-2013-0516>
- Goergen, M. & Renneboog, L. (2003). Value creation in large European mergers and acquisitions. *Advances in Mergers & Acquisitions*, 97-146.
[https://doi.org/10.1016/s1479-361x\(03\)02006-4](https://doi.org/10.1016/s1479-361x(03)02006-4)
- Ghaieth, M., & Khawla, B. (2007). *Les fusions acquisitions et leurs conséquences RH. Etude de cas de la fusion absorption de la Fininvest par la Sudinvest*. Institut supérieur de gestion de Tunis. <https://www.memoireonline.com/06/07/492/fusions-acquisitions-consequences-rh-etude-cas-fininvest-sudinvest.html>

- Giboin, B. (2019). *La boîte à outils de la Stratégie - 3e éd. - Prix DCF du Livre - 2012*. DUNOD.
- Goedhart, M., Koller, T., & Rehm, W. (2006, 1 février). *Making capital structure support strategy*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/making-capital-structure-support-strategy>
- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2013). Chapter 12 : Empirical mergers and acquisitions research : a review of methods, evidence and managerial implications. Dans *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance* (p. 287-313). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9780857936080.00021>
- Grigorieva, S. & Petrunina, T. (2015). The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets : new angle. *Journal of Management Control*, 26(4), 377-403. <https://doi.org/10.1007/s00187-015-0219-9>
- Hamza, T. (2009). Determinants of short-term value creation for the bidder : evidence from France. *Journal of Management & Governance*, 15(2), 157-186. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9094-9>
- Hanelt, A., Firk, S., Hildebrandt, B. & Kolbe, L. M. (2020). Digital M&A, digital innovation, and firm performance : an empirical investigation. *European Journal of Information Systems*, 30(1), 3-26. <https://doi.org/10.1080/0960085x.2020.1747365>
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). The challenge of renewal through acquisitions. *Planning Review*, 19(2), 27-30. <https://doi.org/10.1108/eb054320>
- Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). Mergers and acquisitions : Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value. *Business Horizons*, 52(6), 523-529. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2009.06.008>

- Hudson, R., & Gregoriou, A. (2015). Calculating and comparing security returns is harder than you think : A comparison between logarithmic and simple returns. *International Review of Financial Analysis*, 38, 151-162. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.10.008>
- Hussain, T., Tunyi, A. A., Sufyan, M., & Shahab, Y. (2022). Powerful bidders and value creation in M&As. *International Review of Financial Analysis*, 81. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102076>
- Ibrahimi, M. & Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 45(10/11), 1398-1415. <https://doi.org/10.1108/mf-02-2018-0053>
- Ibrahimi, M., & Taghzouti, A. (2014). Les fusions et acquisitions : un paradoxe toujours inexpliqué. *Recherches en Sciences de Gestion*, 102(3), 99-116. <https://doi.org/10.3917/resg.102.0099>
- Imaa-institute. (2023, 5 janvier). *IMAA - Merger and Acquisition certification and education*. <https://imaa-institute.org/>
- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA). (2022, 25 juillet). Imaa-Institute. <https://imaa-institute.org/>
- Investment Banking. (2018, 3 janvier). *Synergies in Mergers & Acquisitions*. <https://www.linkedin.com/pulse/synergies-mergers-acquisitions-investment-banking/>
- Joffre, O., Cartier, M., & Delacour, H. (2010). *Maxi fiches de stratégie* (DUNOD éd.). DUNOD. https://www.cairn.info/maxi-fiches-de-strategie--9782100526505.htm?ora.z_ref=cairnSearchAutocomplete

- Junni, P., & Sarala, R. M. (2014). The Role of Leadership in Mergers and Acquisitions : A Review of Recent Empirical Studies. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 181-200. <https://doi.org/10.1108/s1479-361x20140000013007>
- Kalsie, A., & Singh, N. (2021). Measurement of synergy in merger & acquisitions : A panel data approach using composite variable (principal component analysis). *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 33(1), 36-51. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22523>
- Kanji, G. K. (2006). *100 Statistical Tests*. SAGE.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>
- Kenny, G. (2020, 17 mars). *Don't Make This Common M&A Mistake*. Harvard Business Review. <https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake>
- Kode, G. V., Ford, J. C., & Sutherland, M. M. (2003). A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions : A critical review of the literature. *South African Journal of Business Management*, 34(1), 27-38. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v34i1.675>
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A. (2015). Cross-border mergers and acquisitions and default risk. *International Review of Financial Analysis*, 42, 336-348. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.009>
- Kothari, S. & Warner, J. B. (2007). Econometrics of Event Studies. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 3-36. <https://doi.org/10.1016/b978-0-444-53265-7.50015-9>
- Kumar, B. V. K. V. (2018). Mergers and Acquisitions. Dans *Management for professionals* (p. 1-15). Springer Nature. https://doi.org/10.1007/978-3-030-02363-8_1
- Kumar, R. (2009). Post-merger corporate performance : an Indian perspective. *Management Research News*, 32(2), 145-157. <https://doi.org/10.1108/01409170910927604>

- Laabs, J. P. & Schiereck, D. (2008). The long-term success of M&A in the automotive supply industry : determinants of capital market performance. *Journal of Economics and Finance*, 34(1), 61-88. <https://doi.org/10.1007/s12197-008-9065-z>
- Lamon, H., & Cheruy, C. (2015). *Acquisitions, financement et cessions d'entreprises* [E-book]. LARCIER.
https://books.google.be/books?hl=fr&lr=&id= VXwCgAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA1&dq= financement+fusion+acquisition&ots=XwlyXMja49&sig= u-q1IVnSOyNdSHiHIQSwChzsP0&redir_esc=y#v=onepage&q=financement%20fusion%20acquisition&f=false
- Legros, G. (2016). *Ingénierie financière* [E-book]. Dunod. <https://www.cairn.info/ingenierie-financiere--9782100749782-page-85.htm>
- Li, J. & Yu, T. (2018). *Determinants of Short-term value creation through M&A for the acquirer -The events study of the Pharmaceutical industry focus on the Western European Market* [Mémoire]. Lund University School of Economics and Management.
- Lusyana, D. & Sherif, M. (2016). Do mergers create value for high-tech firms ? The hounds of dotcom bubble. *The Journal of High Technology Management Research*, 27(2), 196-213. <https://doi.org/10.1016/j.hitech.2016.10.009>
- Mantravadi, P. & Reddy, A. V. (2008). Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. Social Science Research Network.
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1317757_code917445.pdf?abstractid=1317757&mirid=1
- Meghouar, H. (2016). Opportunités de croissance, création de valeur et prise de contrôle d'entreprises : Un cas empirique français. *Vie & sciences de l'entreprise*, 201(1), 51-69. <https://doi.org/10.3917/vse.201.0051>

Meglio, O. & Risberg, A. (2011). The (mis)measurement of M&A performance—A systematic narrative literature review. *Scandinavian Journal of Management*, 27(4), 418-433.

<https://doi.org/10.1016/j.scaman.2011.09.002>

Meier, O., & Schier, G. (2019). *Fusions Acquisitions - 5e éd.* [E-book]. Dunod.

<https://www.cairn.info/fusions-acquisitions--9782100796083-page-7.htm>

Meucci, A. (2010). Quant Nugget 2 : Linear vs. Compounded Returns – Common Pitfalls in Portfolio Management. *Social Science Research Network*.

https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1599819_code403805.pdf?abstractid=1586656&mirid=1

Najeh, A. (2015). *Performance des acquisitions d'entreprises : Perception des facteurs déterminants*. ISCAE Casablanca. [https://www.groupeisca.ma/wp-](https://www.groupeisca.ma/wp-content/uploads/2015/05/Th%C3%A8se-PERFORMANCE-DES-ACQUISITIONS-D%E2%80%99ENTREPRISES-de-Anouar-NAJEH.pdf)

[content/uploads/2015/05/Th%C3%A8se-PERFORMANCE-DES-ACQUISITIONS-D%E2%80%99ENTREPRISES-de-Anouar-NAJEH.pdf](https://www.groupeisca.ma/wp-content/uploads/2015/05/Th%C3%A8se-PERFORMANCE-DES-ACQUISITIONS-D%E2%80%99ENTREPRISES-de-Anouar-NAJEH.pdf)

Navatte, P., & Schier, G. (2008). La mesure de la performance des fusions-acquisitions : les apports des études récentes. *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*, 233, 43-49. <https://doi.org/10.1051/larsg:2008042>

Navatte, P., & Schier, G. (2010). La vague des fusions-acquisitions des années 1990 aux États-Unis. Une lecture des résultats à l'aide de la théorie de l'agence. *Revue française de gestion*, 36(204), 53-67. <https://doi.org/10.3166/rfg.204.53-67>

Nguyen, H. T., Yung, K., & Sun, Q. (2012). Motives for Mergers and Acquisitions : *Ex-Post* Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10), 1357-1375. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12000>

- Pan, A., Wu, Q. & Li, J. (2021). External fairness of executive compensation, institutional investor and M&A premium. *Nankai Business Review International*, 13(1), 79-99.
<https://doi.org/10.1108/nbri-05-2021-0035>
- Patel, K. (2022, 18 juillet). *How to Finance a Business Acquisition in 2022*. DealRoom.
<https://dealroom.net/blog/how-to-finance-a-business-acquisition>
- PricewaterhouseCoopers. (2022a). *Global M&A Industry Trends*. PwC.
<https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>
- PricewaterhouseCoopers. (2022b). *Global M&A Industry Trends : perspectives pour 2022*. PwC. <https://www.pwc.fr/fr/publications/fusions-acquisitions/global-manda-industry-trends-2022.html>
- PricewaterhouseCoopers. (2022c). *Technology : US Deals 2023 outlook*. PwC.
<https://www.pwc.com/us/en/industries/tmt/library/technology-deals-outlook.html>
- Rahman, Z., Ali, A., & Jebran, K. (2017). The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan. *The Journal of Finance and Data Science*, 4(1), 44-54. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.11.005>
- Rehm, W., & West, A. (2012). *Taking a longer-term look at M&A value creation*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/taking-a-longer-term-look-at-m-and-a-value-creation#/>
- Rhéaume, L. & Bhabra, H. S. (2008). Value creation in information-based industries through convergence : A study of U.S. mergers and acquisitions between 1993 and 2005. *Information & Management*, 45(5), 304-311.
<https://doi.org/10.1016/j.im.2008.03.002>
- Rosenbaum, J. & Pearl, J. (2022). *Investment Banking : Valuation, LBOs, M&A, and IPOs (Book + Valuation Models)*. Wiley.

- Rossi, M., Yedidia Tarba, S. & Raviv, A. (2013). Mergers and acquisitions in the hightech industry : a literature review. *International Journal of Organizational Analysis*, 21(1), 66-82. <https://doi.org/10.1108/19348831311322542>
- Rothenhorst, C. (2022, 2 février). 6 Methods of Financing Mergers & Acquisitions. Docurex® Dataroom. <https://www.docurex.com/en/6-methods-financing-ma/#:%7E:text=Exchanging%20Stocks%20This%20is%20the%20most%20common%20way,plentiful%20stock%20and%20a%20solid%20balance%20shee%20t.>
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. R. (2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions : an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 921-940. <https://doi.org/10.1002/smj.264>
- Shah, P. A., & Arora, P. (2014). M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders : An Event Study. *Accounting and Finance Research*, 3(2). <https://doi.org/10.5430/afr.v3n2p170>
- Sirower, M. & Weirens, J. (2022). *The Synergy Solution : How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game*. Harvard Business Review Press.
- Sudarsanam, S. & Mahate, A. A. (2006). Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers ? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers. *British Journal of Management*, 17(S1), S7-S30. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00476.x>
- Tampakoudis, I., Noulas, A., Kiosses, N. & Drogalas, G. (2021). The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the COVID-19 pandemic ? *Corporate Governance : The International Journal of Business in Society*, 21(6), 1117-1141. <https://doi.org/10.1108/cg-10-2020-0448>

- Tarasovich, B. (2014). The Impact Of Mergers And Acquisition Premiums On Financial Performance. *Journal Of Theoretical Accounting Research*, 10(1), 1-39.
https://digitalcommons.sacredheart.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1384&context=wcob_fac
- Tarba, S. Y., Ahammad, M. F., Junni, P., Stokes, P., & Morag, O. (2019). The Impact of Organizational Culture Differences, Synergy Potential, and Autonomy Granted to the Acquired High-Tech Firms on the M&A Performance. *Group & Organization Management*, 44(3), 483-520. <https://doi.org/10.1177/1059601117703267>
- Terjesen, S. (2009). Mergers and Acquisitions : Patterns, Motives, and Strategic Fit. Dans *Bloomsbury Academic eBooks*. <https://doi.org/10.5040/9781472920355.0006>
- Thanos, I. C. & Papadakis, V. M. (2012). The Use of Accounting-Based Measures in Measuring M&A Performance : A Review of Five Decades of Research. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 103-120. [https://doi.org/10.1108/s1479-361x\(2012\)0000010009](https://doi.org/10.1108/s1479-361x(2012)0000010009)
- Thelisson, A. S. (2017). Le transfert de connaissances en intégration post-fusion : enseignements d'un cas. *Management & Avenir*, 96(6), 73-92.
<https://doi.org/10.3917/mav.096.0073>
- Tremblay, V. J., & Tremblay, C. H. (2012). *New Perspectives on Industrial Organization* (1^{re} éd.). Springer New York, NY. <https://doi.org/10.1007/978-1-4614-3241-8>
- Tuch, C., & O'Sullivan, N. (2007). The impact of acquisitions on firm performance : A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9(2), 141-170.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2007.00206.x>
- Uddin, M. & Boateng, A. (2009). An analysis of short-run performance of cross-border mergers and acquisitions. *Review of Accounting and Finance*, 8(4), 431-453.
<https://doi.org/10.1108/14757700911006967>

van Dick, R., Grojean, M. W., Christ, O., & Wieseke, J. (2006). Identity and the Extra Mile :

Relationships between Organizational Identification and Organizational Citizenship

Behaviour. *British Journal of Management*, 17(4), 283-301.

<https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00520.x>

Wackerly, D., Mendenhall, W., & Scheaffer, R. L. (2014). *Mathematical Statistics with*

Applications. Cengage Learning.

Zakaria, N., & Kamaludin, K. (2018). The Short-and-long Run Performance of Mergers and

Acquisitions : Evidence From Tadawul. *Academy of Accounting and Financial Studies*

Journal, 22(6). <https://www.abacademies.org/articles/The-Short-and-long-Run->

[Performance-of-Mergers-and-Acquisitions-Evidence-From-Tadawul-1528-2635-22-6-](https://www.abacademies.org/articles/The-Short-and-long-Run-)

[301.pdf](https://www.abacademies.org/articles/The-Short-and-long-Run-)

Zollo, M., & Meier, D. (2008). What Is M&A Performance ? *Academy of Management*

Perspectives, 22(3), 55-77. <https://doi.org/10.5465/amp.2008.34587995>

ANNEXES

Annexe 1 : Base de données

Date d'annonce	Nom de l'acquéreur
2019/3/18	Fidelity National Information Services Inc
2019/3/25	Enghouse Systems Ltd
2019/5/17	Hewlett Packard Enterprise Co
2019/5/31	Rank Group PLC
2019/5/6	Marvell Technology Group Ltd
2019/6/10	Salesforce Inc
2019/6/12	Dassault Systemes SE
2019/6/24	Capgemini SE
2019/6/3	Infineon Technologies AG
2019/8/22	VMware Inc
2019/8/22	VMware Inc
2019/9/9	Science Group PLC
2020/10/27	Tencent Holdings Ltd
2020/11/17	Advanced Micro Devices Inc
2020/12/1	PDF Solutions Inc
2020/12/14	Salesforce Inc
2020/12/7	Electronic Arts Inc
2020/12/9	Cisco Systems Inc
2020/2/20	Amphenol Corp
2020/2/21	Schneider Electric SE
2020/6/24	Dialog Semiconductor Ltd
2020/7/13	Kyocera Corp
2020/7/14	Evolution AB
2020/7/31	Analog Devices Inc
2020/8/11	ATEME SA
2020/8/27	StoneCo Ltd
2020/9/16	Tencent Holdings Ltd
2020/9/18	Sopra Steria Group SACA
2020/9/18	Webcentral Ltd
2020/9/9	Eurazeo SE
2021/1/25	Computacenter PLC
2021/1/6	NCR Corp
2021/10/11	UnitedHealth Group Inc
2021/10/18	Emerson Electric Co
2021/10/27	HUB24 Ltd
2021/11/4	Genius Brands International Inc
2021/12/1	Lumentum Holdings Inc
2021/12/15	SS&C Technologies Holdings Inc
2021/12/20	Entegris Inc
2021/2/10	Oracle Corp

2021/2/8	Tyler Technologies Inc
2021/2/8	Electronic Arts Inc
2021/3/22	Renesas Electronics Corp
2021/4/12	Digital Turbine Inc
2021/5/10	Microsoft Corp
2021/5/27	MKS Instruments Inc
2021/6/15	Yum! Brands Inc
2021/7/1	Access Intelligence PLC
2021/7/19	MKS Instruments Inc
2021/8/10	Tencent Holdings Ltd
2021/8/25	Gen Digital Inc
2021/9/22	ON Semiconductor Corp
2021/9/30	Edom Technology Co Ltd
2022/1/10	Take-Two Interactive Software Inc
2022/1/6	Stryker Corp
2022/2/10	Compal Electronics Inc

Date d'annonce	Nom de la cible
2019/3/18	Worldpay Inc
2019/3/25	Espial Group Inc
2019/5/17	Cray
2019/5/31	Stride Gaming plc
2019/5/6	Aquantia Corp
2019/6/10	Tableau Software Inc
2019/6/12	Medidata Solutions Inc
2019/6/24	Altran Technologies SASU
2019/6/3	Cypress Semiconductor Corp
2019/8/22	Pivotal Software Inc
2019/8/22	Carbon Black Inc
2019/9/9	Frontier Smart Technologies Group Ltd
2020/10/27	Funcom Se
2020/11/17	Xilinx Inc
2020/12/1	Cimetrix Inc
2020/12/14	Slack Technologies Inc
2020/12/7	Codemasters Group Holdings PLC
2020/12/9	Imimobile Ltd
2020/2/20	MTS Systems Corp
2020/2/21	RIB Software SE
2020/6/24	Adesto Technologies Corp
2020/7/13	AVX Corp
2020/7/14	NetEnt AB
2020/7/31	Maxim Integrated Products Inc
2020/8/11	Anevia SA
2020/8/27	Linx SA
2020/9/16	Leyou Technologies Holdings Ltd
2020/9/18	Sodifrance
2020/9/18	5G Networks

2020/9/9	Easyvista SA
2021/1/25	Pivot Technology Solutions Inc
2021/1/6	Cardtronics PLC
2021/10/11	Change Healthcare Inc
2021/10/18	Aspentech Corp
2021/10/27	Class Ltd
2021/11/4	Wow Unlimited Media Inc
2021/12/1	NeoPhotonics Corp
2021/12/15	Blue Prism Group plc
2021/12/20	CMC Materials Inc
2021/2/10	Cerner Corp
2021/2/8	NIC Inc
2021/2/8	Glu Mobile Inc
2021/3/22	Dialog Semiconductor Ltd
2021/4/12	Fyber NV
2021/5/10	Nuance Communications Inc
2021/5/27	Photon Control Inc
2021/6/15	Dragontail Systems Pty Ltd
2021/7/1	iSentia Group Ltd
2021/7/19	Atotech Ltd
2021/8/10	Sumo Group Ltd
2021/8/25	Avast PLC
2021/9/22	GT Advanced Technologies Inc
2021/9/30	Promaster Technology Corp
2022/1/10	Zynga Inc
2022/1/6	Vocera Communications Inc
2022/2/10	Poindus Systems Corp

Annexe 2 : Codes R Studio

```
#Les codes ci-dessous ont été implémentés pour réaliser nos tests statistiques

#-----
#Importation des données
#-----
#Acquéreurs
library(readxl)
Tests_Stats <- read_excel("Tests_Stats.xlsx")
view(Tests_Stats)
#Cibles
Test_Cibles <- read_excel("Test_Cibles.xlsx")
view(Test_Cibles)
#-----

#-----
#Test de Student pour échantillon unique (hypothèse 1)
#-----
t.test(Tests_Stats$BHAR, mu=0)
#-----

#-----
#Test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 2)
#-----
#Comparaison de variances
var.test(Tests_Stats$Cash, Tests_Stats$Other)
#Two sample t test
t.test(Tests_Stats$Cash, Tests_Stats$Other, var.equal = TRUE)
#Test additionnel de welch
t.test(Tests_Stats$Cash, Tests_Stats$Other, var.equal = FALSE)
#-----

#-----
#Test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 3)
#-----
#Comparaison de variances
var.test(Tests_Stats$HighP, Tests_Stats$LowP)
#Two sample t test
t.test(Tests_Stats$HighP, Tests_Stats$LowP, var.equal = TRUE)
#-----
```

```

#-----
#Analyse de variance à trois facteurs (hypothèse 4)
#-----
#Three way ANOVA pour la santé financière des acquéreurs
Model<- aov(BHAR ~ Rentabilité*CashG*Leverage, data=Tests_Stats)
summary(Model)
#Moyenne par groupes
install.packages("dplyr")
library(dplyr)
Tests_Stats %>%
  group_by(Rentabilité, CashG, Leverage) %>%
  summarize(mean_BHAR = mean(BHAR))
#Identification des groupes où il y a des différences significatives
TukeyHSD(Model, conf.level=.95)
#Graphe d'interaction CashG et Rentabilité
interaction.plot(x.factor = Tests_Stats$Rentabilité, #variable axe x
  trace.factor = Tests_Stats$CashG, #variable pour les lignes
  response = Tests_Stats$BHAR, #variable axe y
  fun = median, #metric to plot
  ylab = "BHAR",
  xlab = "Rentabilité",
  col = c("pink", "blue"),
  lty = 1, #line type
  lwd = 2, #line width
  trace.label = "CashG")
#Graphe d'interaction CashG et effet levier
interaction.plot(x.factor = Tests_Stats$Leverage, #variable axe x
  trace.factor = Tests_Stats$CashG, #variable pour les lignes
  response = Tests_Stats$BHAR, #variable axe y
  fun = median, #metric to plot
  ylab = "BHAR",
  xlab = "Leverage",
  col = c("pink", "blue"),
  lty = 1, #line type
  lwd = 2, #line width
  trace.label = "CashG")
#-----

#-----
#Analyse de variance à trois facteurs (hypothèse 5)
#-----
#Three way ANOVA pour la santé financière des cibles
Model2<- aov(BHAR_Acquéreur ~ Rentabilité*CashG*Leverage, data=Test_Cibles)
summary(Model2)
#Moyenne par groupes
install.packages("dplyr")
library(dplyr)
Test_Cibles %>%
  group_by(Rentabilité, CashG, Leverage) %>%
  summarize(mean_BHAR = mean(BHAR_Acquéreur))
#-----

#-----
#Test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 6)
#-----
#Comparaison de variances
var.test(Tests_Stats$Press, Tests_Stats$NoPress)
#Two sample t test
t.test(Tests_Stats$Press, Tests_Stats$NoPress, var.equal = TRUE)
#-----
#Test de Student pour deux échantillons indépendants (hypothèse 7)
#-----
#Comparaison de variances
var.test(Tests_Stats$Highs, Tests_Stats$Lows)
#Two sample t test
t.test(Tests_Stats$Highs, Tests_Stats$Lows, var.equal = TRUE)
#Test additionnel de welch
t.test(Tests_Stats$Highs, Tests_Stats$Lows, var.equal = FALSE)
#-----

```

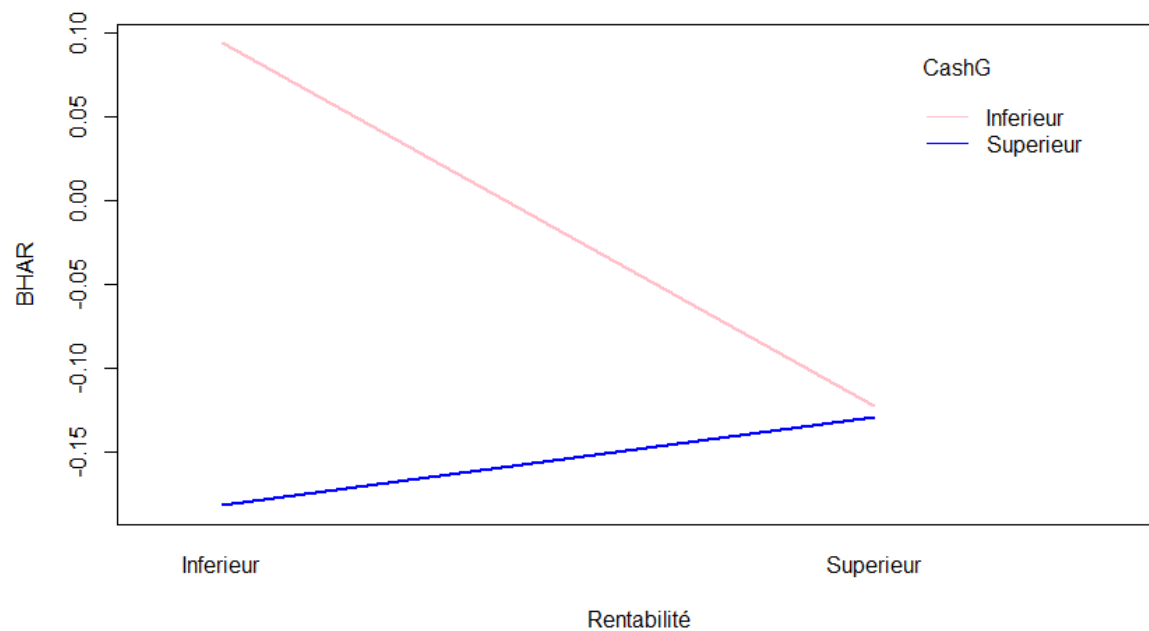
Annexe 3 : Buy and Hold Abnormal Returns à 12 mois pour les sociétés acquéreuses

Acquéreur	BHAR (12 Mois)
Fidelity National Information Services Inc	15,85%
Enghouse Systems Ltd	13,79%
Hewlett Packard Enterprise Co	-48,42%
Rank Group PLC	-78,47%
Marvell Technology Group Ltd	-4,24%
Salesforce Inc	-12,94%
Dassault Systemes SE	-13,51%
Capgemini SE	-38,79%
Infineon Technologies AG	-20,65%
VMware Inc	-53,55%
VMware Inc	-53,55%
Science Group PLC	-7,69%
Tencent Holdings Ltd	7,84%
Advanced Micro Devices Inc	-8,50%
PDF Solutions Inc	-19,06%
Salesforce Inc	-34,06%
Electronic Arts Inc	-43,77%
Cisco Systems Inc	-11,08%
Amphenol Corp	-17,83%
Schneider Electric SE	3,49%
Dialog Semiconductor Ltd	-17,07%
Kyocera Corp	-43,70%
Evolution AB	144,30%
Analog Devices Inc	-1,76%
ATEME SA	-16,72%
StoneCo Ltd	-30,28%
Tencent Holdings Ltd	-49,92%
Sopra Steria Group SACA	-13,60%
Webcentral Ltd	236,61%
Eurazeo SE	52,38%
Computacenter PLC	16,03%
NCR Corp	-17,37%
UnitedHealth Group Inc	20,01%
Emerson Electric Co	7,84%
HUB24 Ltd	-13,04%
Genius Brands International Inc	-32,75%
Lumentum Holdings Inc	14,78%
SS&C Technologies Holdings Inc	-2,60%
Entegris Inc	-22,48%
Oracle Corp	15,32%
Tyler Technologies Inc	-0,40%
Electronic Arts Inc	-15,78%
Renesas Electronics Corp	-12,28%

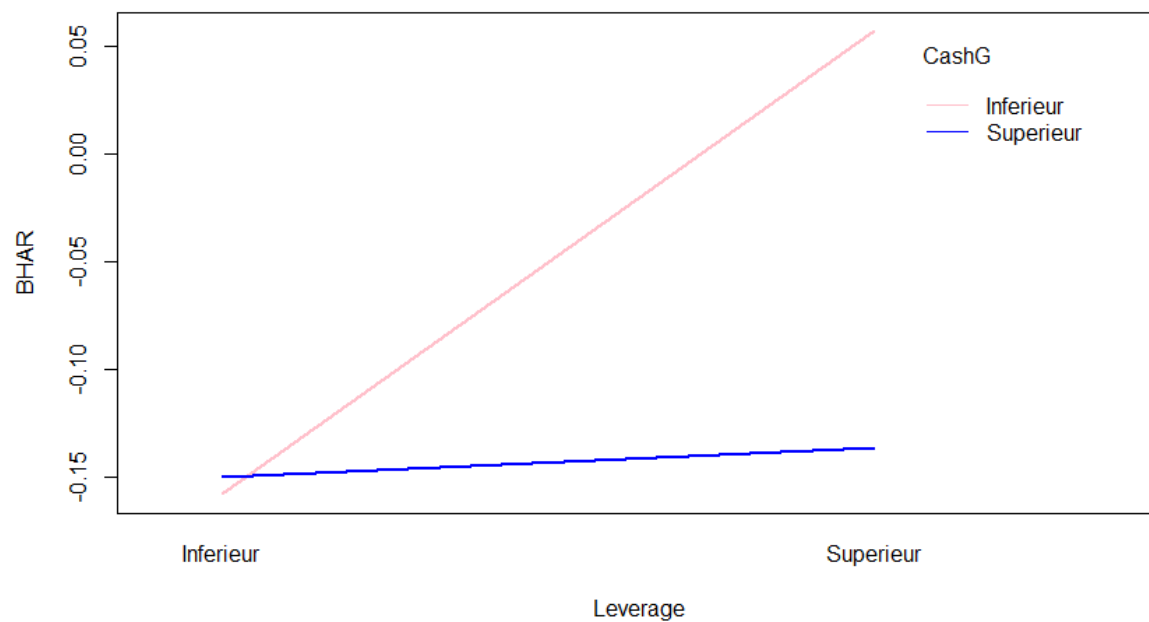
Digital Turbine Inc	-60,91%
Microsoft Corp	22,37%
MKS Instruments Inc	-27,03%
Yum! Brands Inc	12,67%
Access Intelligence PLC	-29,81%
MKS Instruments Inc	-33,14%
Tencent Holdings Ltd	-28,46%
Gen Digital Inc	22,07%
ON Semiconductor Corp	67,48%
Edom Technology Co Ltd	-1,27%
Take-Two Interactive Software Inc	-9,46%
Stryker Corp	25,00%
Compal Electronics Inc	1,21%

Annexe 4 : Graphiques d'interaction

Interaction entre la capacité à générer du cash et la rentabilité



Interaction entre la capacité à générer du cash et l'effet de levier



Annexe 5 : Test supplémentaire de Tukey (Hypothèse 4)

```
> TukeyHSD(Model, conf.level=.95)
  Tukey multiple comparisons of means
    95% family-wise confidence level

Fit: aov(formula = BHAR ~ Rentabilité * CashG * Leverage, data = Tests_Stats)

$Rentabilité
      diff      lwr      upr    p adj
Superieur-Inferieur -0.2812348 -0.615683 0.05321348 0.0973737

$`Rentabilité:CashG`
      diff      lwr      upr    p adj
Superieur:Inferieur-Inferieur:Inferieur -0.66931443 -1.2935837 -0.04504511 0.0312637
Inferieur:Superieur-Inferieur:Inferieur -0.68133890 -1.5010447 0.13836688 0.1345155
Superieur:Superieur-Inferieur:Inferieur -0.57037140 -1.1983733 0.05763050 0.0873658
Inferieur:Superieur-Superieur:Inferieur -0.01202447 -0.6362938 0.61224485 0.9999509
Superieur:Superieur-Superieur:Inferieur 0.09894302 -0.2359913 0.43387737 0.8603522
Superieur:Superieur-Inferieur:Superieur 0.11096749 -0.5170344 0.73896940 0.9652310

$`CashG:Leverage`
      diff      lwr      upr    p adj
Superieur:Inferieur-Inferieur:Inferieur 0.23001803 -0.25758370 0.7176198 0.5952558
Inferieur:Superieur-Inferieur:Inferieur 0.36104071 -0.07181218 0.7938936 0.1324357
Superieur:Superieur-Inferieur:Inferieur 0.16091010 -0.26619768 0.5880179 0.7485866
Inferieur:Superieur-Superieur:Inferieur 0.13102268 -0.33628151 0.5983269 0.8778288
Superieur:Superieur-Superieur:Inferieur -0.06910793 -0.53109563 0.3928798 0.9783823
Superieur:Superieur-Inferieur:Superieur -0.20013061 -0.60391127 0.2036500 0.5555424
```

Résumé :

Le développement par fusions-acquisitions connaît une progression ces dernières années avec une année 2021 record comptant plus de 60 000 deals dans le monde. L'engouement pour ce mode de croissance externe s'explique par ses nombreux avantages. Les F&A sont effectivement des moyens rapides et efficaces pour acquérir de nouvelles technologies et connaissances, diversifier les activités d'une société, croître, ou encore générer des synergies. Ces dernières sont au cœur de la création de valeur lors de telles transactions. Il existe une multitude de synergies : opérationnelles, de financement, liées aux dépenses d'investissement, managériales ou encore liées aux considérations fiscales. Cependant, il n'existe pas de consensus dans les études académiques quant à la création de valeur lors de telles opérations. En effet, les auteurs obtiennent des résultats contradictoires selon l'horizon de temps considéré, la méthodologie suivie ou encore la couverture territoriale choisie. S'ajoute à cela la place prépondérante qu'ont pris les technologies dans la vie des entreprises, ce qui a engendré une progression des opérations de croissance externe ayant pour but de renforcer les capacités digitales des sociétés. Ces deux aspects nous ont amené à articuler ce mémoire autour de la création de valeur des opérations de fusion-acquisition à long terme dans le secteur technologique. Afin de mesurer la valeur ajoutée générée par les F&A, nous avons opté pour une approche financière. Plus précisément, celle-ci consiste à évaluer la performance boursière au travers de la méthodologie de l'étude de l'évènement. Nous avons alors déterminé la rentabilité anormale des acquéreurs sur une période de 12 mois, suite à l'annonce d'une fusion-acquisition, par le biais du calcul des Buy and Hold Abnormal Returns (BHARs). Le but de ce mémoire est double. Dans un premier temps, nous étudions l'impact de l'annonce de telles transactions sur la performance boursière des sociétés acquéreuses à long terme. Dans un second temps, nous analysons l'impact de certains déterminants potentiels de la performance des F&A tels que le mode de paiement, la prime d'acquisition, la santé financière avant la transaction ou encore l'annonce des synergies. Ce travail contribue à la littérature scientifique sur deux aspects : l'horizon long terme choisi ainsi que les facteurs de performance étudiés. La base de données constituée pour notre analyse se limite à des F&A qui ont eu lieu entre le 28 février 2019 et le 1er mars 2022, entre deux entreprises cotées et dont la cible et/ou l'acquéreur est actif dans le secteur technologique. D'une part, nos résultats ne nous permettent pas de nous prononcer formellement quant à la performance à long terme des sociétés acquéreuses dans le secteur technologique. D'autre part, nous pouvons affirmer que la performance boursière sur 12 mois de l'acquéreur est fonction de sa santé financière avant la transaction. En ce qui concerne les autres facteurs de performance, les résultats non significatifs limitent la possibilité de tirer des conclusions définitives.

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN

Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve

Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique

Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

www.uclouvain.be/lsm