



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

L'impact des stratégies d'investissement sur les fusions et acquisitions :
les cas de DaimlerChrysler et Fiat Chrysler Automobile

Promoteur : Pr. Giorgio Tesolin

Mémoire-recherche présenté par
Maxime Libert

en vue de l'obtention du titre de
Master en ingénieur de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Le succès n'est pas la clé du bonheur. Le bonheur est la clé du succès. Si vous aimez ce que vous faites, vous réussirez.

Albert Schweitzer

Avant-propos

Ce mémoire est la concrétisation de cinq années d'études en ingénieur de gestion. Pour terminer mes études de la meilleure manière, j'ai décidé d'allier ma passion pour l'automobile avec mon intérêt naissant pour les fusions et acquisitions.

Je tiens à remercier grandement mon promoteur Giorgio Tesolin pour m'avoir aidé à lier ces deux sujets. Je n'aurais pas réussi à réaliser un tel travail sans ses remarques judicieuses et constructives.

Je remercie mon ami Edoardo qui m'a aidé à porter un regard différent sur les politiques menées par Fiat en Italie.

Enfin, je souhaite remercier ma famille et Aurélie pour leur regard critique sur mon travail.

Résumé

Introduction

Depuis ses débuts, le secteur automobile est en continuelle évolution. Pour répondre au mieux aux attentes des consommateurs, les constructeurs sont obligés d'innover. Cette remise à niveau constante de l'industrie pousse régulièrement les entreprises à revoir leur façon de fonctionner. Pour cela, elles peuvent s'adapter avec les moyens qu'elles possèdent ou elles peuvent choisir de s'allier avec une autre entreprise pour bénéficier de plus de ressources.

Ce deuxième choix va particulièrement se marquer après les années 90. Les constructeurs font face à une concurrence accrue et ils ont conscience que seules les plus grandes firmes survivront. C'est pourquoi, nous verrons apparaître des rapprochements stratégiques qui ne s'avéreront pas toujours fructueux.

Question de recherche

L'objectif de ce mémoire est de comprendre les stratégies mises en place par les grands constructeurs lors de leurs fusions. Etant donné que le contexte économique a beaucoup évolué ces vingt dernières années, nous allons nous concentrer sur les stratégies d'investissement mises en œuvre lors de ces fusions.

La question de recherche est la suivante :

« Quel est l'impact des stratégies d'investissement mises en place lors de fusions et acquisitions dans le secteur automobile sur celles-ci? »

Nous considérerons comme stratégies d'investissement les méthodes de paiement ainsi que les choix d'investissement effectués après la fusion et qui permettent la croissance et la collaboration entre les parties.

PARTIE 1 : Mise en contexte

La première partie reprend les principaux concepts liés aux fusions et acquisitions. Nous avons clairement défini les termes abordés tout au long de ce travail. Nous abordons également les éléments qui encouragent les entreprises à fusionner. Ensuite, nos recherches nous ont également mené aux éléments qui rendent les fusions infructueuses. Nous expliquons également les différentes étapes d'une fusion. Enfin, nous terminons ce chapitre en expliquant les différents modes de paiement. Ceux-ci représentent un choix stratégique

important. Il est donc nécessaire de bien comprendre les besoins de l'entreprise au moment de fusionner.

Nous continuons cette partie en analysant le secteur automobile depuis les années 1990 à nos jours. Tout d'abord, nous découvrons que les constructeurs occidentaux font face à une menace des constructeurs japonais. Ils réalisent l'importance de produire beaucoup s'ils souhaitent survivre. C'est pourquoi nous observons une première vague de fusions qui engendre une concentration du secteur. Ensuite, durant les années 2000, le secteur fait face à des difficultés. La production de l'ensemble des constructeurs diminue. Bien que cette crise sectorielle semble se terminer en 2007, l'industrie est touchée par une crise financière un an après. Depuis lors, l'industrie tente de se reconstruire et parmi les plus résistants, certains ont décidé de fusionner avec les plus faibles. Ceci créerait une nouvelle vague de F&A mais il est encore trop tôt pour la confirmer.

Dans ce chapitre, nous tentons de vérifier la concentration du secteur au travers de l'index Herfindhal. Nous observons que le secteur est relativement concentré à la fin des années 90 mais il se disperse les années suivantes. Il faudra attendre 2011 pour retrouver une augmentation de la concentration. Nous expliquons cela par la sensibilité de l'index à la production, l'apparition de nombreux constructeurs dans les pays émergents ainsi que la prise en compte des F&A uniquement et non de tous les rapprochements stratégiques.

PARTIE 2 : Les fusions de Chrysler avec Daimler et Fiat

Nous débutons cette partie en décrivant en détail « la fusion des égaux » entre Daimler et Chrysler. Après avoir décrit les entreprises, nous expliquons la procédure de fusion. Bien que le nouveau groupe montre des résultats financiers concluant quelques mois après la transaction, la collaboration peu fructueuse se traduit par une forte baisse du prix de l'action. Beaucoup interprètent ces problèmes comme un choc des cultures. Nous continuons notre analyse en mettant en évidence la pauvre collaboration entre les constructions. Enfin, nous terminons ce chapitre en expliquant la scission des deux firmes et le rachat de 80% des parts de Chrysler par le fond d'investissement Cerberus Capital Management.

Nous continuons cette partie en analysant la reprise de Chrysler par Fiat. Nous expliquons les différentes négociations du CEO de Fiat avec les responsables de Chrysler, alors au bord de la faillite, et le gouvernement américain. Après que la firme américaine ait été contrainte de faire faillite et de se restructurer, nous analysons en détail les conditions de restructurations

exigées par Sergio Marchionne. Nous mettons en évidence la stratégie qui a permis à Fiat d'obtenir 35% des parts sans dépenser un centime et nous expliquons les différentes étapes qui ont permis à Fiat de rembourser les dettes de Chrysler détenues par les gouvernements américain et canadien et d'obtenir au final pratiquement 60% des parts de Chrysler. Enfin, après avoir analysé la réaction des marchés sur l'endettement de Fiat, nous résumons la situation du groupe Fiat Chrysler Automobile de nos jours.

PARTIE 3 : Analyse stratégique et financière des deux fusions

Nous commençons par analyser le taux d'endettement des cas analysés au travers du ratio « dettes financières/capitaux propres ». Nous voyons tout d'abord dans le cas de Daimler et Chrysler que leurs dettes ont augmenté quelques années après leur fusion. Le taux se stabilise aux alentours de 2,25 de 2001 à 2006.

Nous analysons ensuite le cas de Fiat où nous observons d'abord une baisse du taux d'endettement de 2005 à 2007. Les deux années suivantes sont caractérisées par la crise financière qui engendre une augmentation du taux à 2,6. La firme italienne réussit à diminuer ce taux en 2014 en atteignant une valeur de 1,60.

Etant donné que nous n'avons pas de point de comparaison pour ce taux, nous décidons d'analyser également Volkswagen et Toyota. Cette comparaison nous permet de dire que le taux des cas analysés est important mais raisonnable. Ce dernier est cependant plus variable, ce qui augmente les risques.

Le chapitre suivant calcule ensuite le ratio « dettes financières/EBITDA ». Ce ratio nous permet de dire que les dettes de DaimlerChrysler étaient par moments trop importantes par rapport aux revenus générés. Le cas de Fiat est par contre légèrement plus favorable. Cependant les risques restent élevés.

Enfin le dernier chapitre est destiné à rassembler toutes les informations afin de tirer une conclusion. Après toutes les observations citées ci-dessus, nous émettons l'hypothèse que l'échec de DaimlerChrysler est principalement dû à une mauvaise collaboration entre les deux parties. Bien que la fusion considère les deux firmes sur le même pied d'égalité, nous avons remarqué que Daimler s'est rapidement imposé. La firme allemande n'a pas montré de réelle collaboration en termes de partage des connaissances et d'investissements financiers.

Au contraire, l'acquisition de Fiat semble être plus fructueuse. Nous expliquons tout d'abord cela par le contexte économique très favorable à Fiat. Nous avons vu que la firme italienne n'a pas dû déboursé beaucoup pour obtenir 60% des parts de Chrysler. En échange, la firme

a mis sa technologie aux mains de Chrysler. Cette stratégie a permis de réaliser des économies mais également de mettre en place rapidement un partage de connaissance.

Peu après la fusion, la firme italienne a continué à s'endetter. C'est probablement le plus gros risque à l'heure actuelle. La firme montre à l'heure actuelle un taux d'endettement important. Nous mettons également en évidence les stratégies drastiques mises en place par le CEO de Fiat qui risquent de créer une crise sociale au sein de l'entreprise. Enfin, nous avons observé les stratégies futures de FCA. Nous avons vu que Fiat est conscient de son taux d'endettement et n'hésite pas à revendre certaines de ses branches afin de libérer de la liquidité. Malgré cela, FCA souhaite produire encore plus et serait prêt à fusionner avec une autre entreprise afin d'atteindre une production de 6-7 milliards de véhicules.

Conclusion

Nous concluons ce travail en expliquant que le taux d'endettement et la collaboration entre les parties jouent un rôle crucial dans le succès d'une F&A. Nous avons remarqué que la plupart des stratégies d'investissement augmentent le taux d'endettement et donc le risque de l'entreprise. Par conséquent les entreprises doivent gérer leur financement et leur liquidité afin de pallier les effets économiques indésirables. Ensuite, une stratégie commune et une collaboration permettent de faciliter le développement après la F&A. Mais nous retiendrons surtout que le contexte joue un rôle crucial dans le succès d'une F&A. Nous avons observé que les mêmes fusions appliquées à des contextes différents ne donneraient pas les mêmes résultats.

Enfin, nous avons mis en évidence quelques limites à ce travail. Nous avons dû adapter certaines données afin de les rendre homogènes et utilisables lors de nos comparaisons. De plus, le manque de détails et d'explications de certaines données fournies par les entreprises nous a obligé de les interpréter personnellement. Par conséquent, un biais peut s'installer.

AVANT-PROPOS.....	III
RESUME.....	IV
INTRODUCTION.....	1
PARTIE 1. MISE EN CONTEXTE	3
CHAPITRE 1 : CADRE THEORIQUE.....	3
1. <i>Qu'entend-on par fusion et acquisition ?</i>	3
1.1. Fusion	3
1.2. Acquisition.....	4
2. <i>Types de F&A :</i>	4
3. <i>Que pousse les entreprises à fusionner ?</i>	4
3.1. Les synergies	5
3.2. Renforcement du pouvoir de marché.....	6
3.3. Les avantages fiscaux.....	6
3.4. La confiance excessive des dirigeants	6
4. <i>Explication des échecs des F&A</i>	7
4.1. Finance	8
4.2. Stratégie	8
4.3. Organisation et management	8
4.4. Droit de la concurrence.....	8
5. <i>Comment se passe concrètement une F&A ?</i>	9
5.1. Planification stratégique	9
5.2. Identification et choix de la cible	9
5.3. Due Diligence.....	9
5.4. Valorisation de la cible	9
5.5. Offre Publique d'Achat (OPA).....	10
5.6. Négociations et accord des actionnaires	11
5.7. Implémentation de la F&A.....	11
6. <i>Modes de paiement</i>	12
6.1. Paiement en cash	13
6.2. Paiement en actions.....	15
7. <i>Vagues de F&A</i>	16
CHAPITRE 2 : ANALYSE DU SECTEUR AUTOMOBILE DEPUIS LES ANNEES 1990	19
1. <i>Qu'est-ce que l'industrie automobile ?</i>	19
2. <i>L'évolution du secteur depuis les années 1990 jusqu'à nos jours</i>	20
2.1. Les années 1990.....	20
2.2. Fin des années 1990, début de l'an 2000	22
2.3. Les années 2000, une industrie tournée vers le consommateur	23
2.4. 2008, le début de la crise.....	23
2.5. Une industrie à deux niveaux.....	24
3. <i>Les vagues de fusions et acquisitions</i>	26
3.1. Consolidation des années 90	26
3.2. Développement technologique dans les années 2010	26
4. <i>Analyse au travers de l'index Herfindahl</i>	27
5. <i>Il n'y aurait donc pas de concentration du marché automobile ?</i>	30
6. <i>Brève analyse de fusions et acquisitions durant les deux vagues</i>	31
6.1. Volkswagen AG	31
6.2. Volvo	32
PARTIE 2 : LES FUSIONS DE CHRYSLER AVEC DAIMLER ET FIAT	33
CHAPITRE 1 : LA FUSION ENTRE DAIMLER ET CHRYSLER	33
1. <i>Situation du secteur peu avant la fusion</i>	33
2. <i>Daimler-Benz</i>	33
3. <i>Chrysler</i>	34
4. <i>Procédure de fusion</i>	34
4.1. Rapprochement avec la cible.....	34
4.2. Négociations	35
4.3. Décision par le Conseil d'administration	36
4.4. Assemblée Générale	37
4.5. Les termes finaux de la négociation.	37

5. Structure de l'actionnariat.....	38
6. Situation après la fusion.....	38
7. Collaboration entre les deux constructeurs.....	40
8. Scission des deux entreprises en 2007.....	40
CHAPITRE 2 : L'ACQUISITION DE CHRYSLER PAR FIAT.....	43
1. Fiat.....	43
2. Cerberus Capital Management.....	44
3. Rapprochement de Fiat.....	45
4. Début de la reprise de Chrysler par Fiat.....	46
5. Méthode de financement.....	48
6. Acceptation de ces dettes par les marchés.....	50
7. Création de Fiat Chrysler Automobile et situation actuelle.....	51
PARTIE 3 : ANALYSE STRATEGIQUE ET FINANCIERE DES DEUX FUSIONS.....	53
CHAPITRE 1 : ANALYSE DE LA STRUCTURE DU CAPITAL.....	53
1. DaimlerChrysler.....	53
2. Chrysler (Cerberus Capital Management).....	56
3. Fiat.....	58
3.1. Fiat.....	58
3.2. Fiat Chrysler Automobile.....	59
4. Comparaison avec le marché.....	60
4.1. DaimlerChrysler.....	61
4.2. Fiat.....	61
4.3. Volkswagen AG.....	61
4.4. Toyota.....	61
CHAPITRE 2 : ANALYSE DU CHIFFRE D'AFFAIRE.....	63
1. DaimlerChrysler.....	63
2. Fiat Chrysler Automobile.....	65
3. Comparaison des résultats.....	65
CHAPITRE 3 : COMPARAISON DES DEUX FUSIONS.....	67
1. DaimlerChrysler.....	67
1.1. Accord des organisations de la concurrence.....	68
1.2. Choix financiers.....	68
1.3. Choc des cultures.....	69
1.4. Raisons de l'échec.....	69
2. La création de Fiat Chrysler Automobile.....	71
2.1. Intervention de l'Etat américain pour Chrysler.....	71
2.2. Stratégies d'investissement.....	72
3. La fusion de Daimler et Chrysler aurait-elle fonctionné de nos jours ?.....	74
4. Fiat Chrysler Automobile va-t-elle connaître le même sort que DaimlerChrysler ?.....	76
4.1. Culture des deux entreprises.....	76
4.2. Mode de financement.....	77
4.3. Stratégie future de Fiat Chrysler Automobile.....	78
CONCLUSION.....	81
1. Conclusion générale.....	81
2. Limite de la recherche.....	83
BIBLIOGRAPHIE.....	85
ANNEXES.....	93
ANNEXE 1 : PRODUCTION MONDIALE DE VEHICULES DE 1998 A 2013.....	93
ANNEXE 2 : PRODUCTION MONDIALE DE VEHICULES EN 2013.....	113
ANNEXE 3 : DONNEES UTILISEES POUR LE SCHEMA 1 (HERFINDAHL INDEX).....	115
ANNEXE 4 : 14 CONSTRUCTEURS POSSEDENT 55 MARQUES AUTOMOBILES.....	116
ANNEXE 5 : PASSIF DE CHRYSLER DE 1995 A 1997.....	117
ANNEXE 6 : PASSIF DE DAIMLER-BENZ DE 1995 A 1997.....	118
ANNEXE 7 : PASSIF DE DAIMLERCHRYSLER DE 1998 A 2006.....	119

ANNEXE 8 : PASSIF DE FIAT DE 2005 A 2014.....	120
ANNEXE 9 : COMPTE DE RESULTAT DE DAIMLERCHRYSLER DE 1998 A 2006.	122
ANNEXE 10 : COMPTE DE RESULTAT DE FIAT DE 2008 A 2014.....	123
ANNEXE 11 : EVOLUTION DU TAUX DES OBLIGATIONS A 10 ANS ITALIENNE.	125

Introduction

Depuis plus de 150 ans, l'automobile façonne notre quotidien tout autant que nous la façonnons. Nous l'utilisons généralement pour nos déplacements, certains en font leur outil de travail tandis que d'autres la considèrent comme un loisir. Afin de répondre au mieux à ces différentes utilisations, les constructeurs sont obligés d'innover afin de satisfaire les attentes du consommateur. Cette remise à niveau constante de l'industrie pousse régulièrement les entreprises à revoir leur façon de fonctionner. Pour cela, elles peuvent s'adapter avec les moyens qu'elles possèdent ou elles peuvent choisir de s'allier avec une autre entreprise pour bénéficier de plus de ressources.

Le premier choix impose des connaissances et des ressources pour y arriver. Cela augmente donc les risques de l'entreprise car elle doit supporter seule son développement.

Le deuxième, par contre, peut prendre plusieurs formes. Les firmes peuvent former des alliances stratégiques, fusionner ou acquérir d'autres sociétés.

Le secteur automobile a connu un grand changement à ce niveau. Jusqu'au début des années 90, les entreprises sont assez indépendantes, elles sont présentes sur leurs propres marchés et développent leurs propres technologies.

Les années 90, par contre, marquent un tournant. Les entreprises prennent conscience que la compétition devient de plus en plus importante et seules les plus grandes firmes survivront. Nous voyons donc apparaître des rapprochements stratégiques entre de grands constructeurs comme par exemple Renault et Nissan ou Daimler et Chrysler.

Cependant, ces événements ne sont pas toujours couronnés de succès alors que sur papier, ces rapprochements semblent réfléchis et stratégiques.

L'objectif de ce mémoire est de comprendre les stratégies mises en place par ces grands groupes lors de leurs fusions. Etant donné que le contexte économique a beaucoup évolué ces vingt dernières années, nous allons nous concentrer sur les stratégies d'investissement mises en œuvre lors de ces fusions.

La question de recherche est la suivante :

« Quel est l'impact des stratégies d'investissement mises en place lors de fusions et acquisitions dans le secteur automobile sur celles-ci? »

Nous considérerons comme stratégies d'investissement les méthodes de paiement ainsi que les choix d'investissement effectués après la fusion et qui permettent la croissance et la collaboration entre les parties.

Pour étudier cette problématique, nous procéderons en plusieurs étapes.

Tout d'abord, nous élaborerons une mise en contexte. Nous commencerons par une partie théorique dans laquelle nous définirons les termes que nous utiliserons. Nous passerons en revue les bénéfices que nous pouvons tirer d'une fusion. Nous citerons également les principales causes des échecs.

Nous expliquerons également la procédure de fusion afin de mieux comprendre les étapes clés. Enfin, nous terminerons par expliquer ce qui peut provoquer des vagues de fusions et acquisitions.

La suite de cette partie consiste à comprendre le contexte automobile de ces 20 dernières années. Nous avons choisi cette période étant donné que les premières grandes fusions et acquisitions sont apparues à la fin des années 90. Nous essaierons de comprendre aussi l'évolution économique du secteur jusqu'à nos jours.

La deuxième partie consiste à analyser plus en profondeur deux cas. Dans ce travail, nous avons décidé d'analyser la fusion de Daimler-Benz et Chrysler en 1998 ainsi que l'acquisition de Chrysler par Fiat qui s'est étendue de 2009 à 2014. Nous avons choisi ces deux cas pour plusieurs raisons. D'une part, la fusion entre Daimler et Chrysler fut l'une des plus importantes dans le secteur. Après 15 ans, beaucoup de spécialistes continuent à en parler.

D'autre part, la fusion entre Fiat et Chrysler semblait moins probable. Les deux constructeurs sont connus de tous mais ont toujours eu quelques soucis à s'imposer face aux concurrents. Pourtant, à première vue, le rapprochement des deux firmes semble fonctionner.

Enfin, la dernière partie compare les deux cas afin de répondre à notre question de recherche. Plus précisément, nous analyserons les stratégies d'investissements en prenant en compte le contexte ainsi que les différents choix stratégiques qu'ils ont entrepris.

Partie 1. Mise en contexte

Chapitre 1 : Cadre théorique

Afin de mieux comprendre la suite de nos recherches, il est intéressant de définir les concepts de base des fusions et acquisitions (F&A). Nous commencerons par définir les termes ainsi que les différents types de F&A. Nous analyserons les justifications ou les avantages des F&A, mais nous verrons aussi quelles sont les raisons le plus souvent avancées pour justifier les échecs de ces opérations. Nous expliquerons ensuite les différentes étapes de la transaction et plus particulièrement les méthodes de paiement. Enfin, nous terminerons par une brève explication des vagues de fusions et acquisitions.

1. Qu'entend-on par fusion et acquisition ?

Pour survivre, les entreprises doivent continuellement se développer afin d'offrir des produits qui correspondent à leurs clients. Pour cela, les sociétés investissent leurs ressources soit de manière interne en investissant dans de nouvelles usines, soit en engageant de nouvelles personnes ou tout simplement en développant de nouveaux produits. Mais certaines sociétés doivent aller plus loin que cela, elles veulent se développer de manière externe en s'associant à d'autres sociétés.

Il arrive que certaines entreprises soient intéressées par d'autres pour plusieurs raisons que nous développerons ci-dessous mais dont l'objectif principal consiste en des synergies que la fusion ou l'acquisition peut créer.

Bien que nous associions les deux termes de manière pratiquement synonyme, ils ne signifient pas la même chose.

1.1. Fusion

Selon Sherman (2010), une fusion consiste à regrouper l'actif et le passif de plusieurs sociétés pour n'en former qu'une.

Une fusion peut se faire par *absorption* où seule la société qui achète l'autre société persiste. La cible, par conséquent, disparaît.

Elle peut également se faire par *constitution d'une nouvelle société*, c'est-à-dire que les sociétés acquéreur et cible cessent d'exister pour donner place à une nouvelle société (Culot, 2010).

1.2. Acquisition

Lorsque nous parlons d'acquisition, les deux sociétés continuent d'exister contrairement à la fusion. « Les actifs de l'entreprise cible sont détenus indirectement par l'acheteur à travers la détention d'actions qui définissent son droit de propriété sur [une partie ou la totalité de] la cible » (Meier & Schier, 2012).

2. Types de F&A :

Chacun des deux termes peut être qualifié d'horizontal ou vertical (Berk et al., 2013).

Une F&A est dite *horizontale* si l'acquéreur et la cible se trouvent dans la même industrie. Les sociétés sont généralement concurrentes.

Une fusion ou une acquisition est dite *verticale* si l'acquéreur et la cible se trouvent à des niveaux différents de la chaîne de valeur. Plus précisément, on classifie de fusion en amont lorsqu'une société fusionne avec un de ses fournisseurs et de fusion en aval lorsqu'une firme reprend un de ses clients ou distributeurs.

Enfin, un conglomérat est une fusion de deux entreprises se trouvant dans des industries complètement différentes.

Dans le cas de notre recherche, nous allons nous concentrer sur les fusions horizontales. Comme nous le verrons ci-dessous, le secteur automobile regroupe un très grand nombre de sociétés, que ce soient des constructeurs, des fournisseurs ou des concessionnaires. Le nombre d'opérations de F&A est donc très important. C'est pourquoi nous allons nous intéresser uniquement aux opérations entre constructeurs concurrents. Ce sont généralement les constructeurs qui définissent le marché, par conséquent, chacune de ces opérations a une influence marquante sur le secteur.

3. Que pousse les entreprises à fusionner ?

Les entreprises fusionnent pour de multiples raisons. Elles peuvent rechercher de nouvelles ressources, de nouveaux marchés, de nouvelles technologies ou de nouveaux investissements.

Les fusions et acquisitions peuvent en effet créer des synergies, atteindre de nouveaux marchés ou développer de nouvelles technologies mais elles peuvent également redéfinir la structure de l'organisation.

Nous allons tout d'abord développer l'argument le plus fréquemment utilisé lors de fusions ou d'acquisitions : les synergies.

3.1. Les synergies

Les entreprises fusionnent généralement car elles y voient une manière de réduire les coûts. En effet, lorsque deux entreprises n'en forment plus qu'une, cette dernière fait face à des ressources redondantes. Nous parlons alors de synergies lorsque la valeur des deux firmes mises ensemble est plus importante que la somme des valeurs de chaque entreprise prise individuellement.

Meier et Schier (2012) distinguent trois types de synergies :

- Les *synergies opérationnelles* obtenues grâce à l'optimisation du processus de production. Dans cette optique, les entreprises peuvent bénéficier d'**économies d'échelle** qui permettent de diminuer les coûts lorsque le volume augmente. Lorsqu'une société rachète une autre, elle augmente par conséquent ses ressources. Elle acquiert de nouveaux produits, de nouvelles parts de marché ou de nouvelles compétences qui lui permettent d'augmenter son volume de vente. En augmentant celui-ci, ses coûts totaux diminuent.

Les firmes peuvent également bénéficier d'**économies d'envergure**, plus connues sous le terme anglophone *economies of scope* qui leur permettent de réduire leurs coûts non pas par le volume mais plutôt par la variété de produits. On ne parle plus du nombre de produits vendus mais plutôt de l'éventail de produits/services proposés par l'entreprise. Celle-ci peut répartir des coûts tels que le marketing, la comptabilité ou la distribution sur une plus grande gamme de produits (Berk et al., 2013).

Selon Straub (2007), cet argument peut s'étendre au personnel de l'entreprise. Lorsque deux entreprises fusionnent, il arrive que la nouvelle entité possède deux directeurs financiers, deux responsables marketing, ... Une partie de ces personnes peut être évincée car elle n'est plus utile à l'entreprise.

- Les *synergies financières* concernent les options de financement que permettent les fusions et acquisitions. Une fusion ou une acquisition permet de réduire les risques et d'augmenter l'accès au capital. Il arrive souvent qu'une grosse entreprise ait des moyens de financement

mais n'ait pas de solution de croissance, tandis que sa cible, plus petite, a des intentions de croissance mais n'a pas les capacités financières pour les réaliser.

- Les *synergies managériales* correspondent à l'expertise que chaque partie peut obtenir de l'autre. Les connaissances de chaque entreprise sont différentes, ce qui leur permet de mettre ce savoir en commun lors de fusions ou acquisitions. Ces synergies sont particulièrement présentes lorsqu'une entreprise de grande envergure fusionne avec une startup. Cela permet à cette dernière de se développer très rapidement alors que l'acquéreur bénéficie de connaissances nouvelles.

3.2. Renforcement du pouvoir de marché

Certaines entreprises recherchent également à augmenter leurs parts de marché en rachetant leurs concurrents. Financièrement, cela leur permet de se rapprocher de la position de monopole. Outre le fait de supprimer un concurrent, cela permet parfois d'intégrer des marchés dans lesquels elles ne sont pas encore présentes. L'acquéreur a alors accès au réseau de distribution et aux contacts de sa cible (Berk et al., 2013; Straub, 2007).

3.3. Les avantages fiscaux

Les entreprises peuvent également fusionner afin d'obtenir des avantages fiscaux.

Au lieu de payer des dividendes, l'entreprise investit dans une autre. Cela lui permet de placer ses bénéfices qui se transforment ainsi en frais ou charges d'investissement, ce qui diminue sa base imposable (Berk et al., 2013).

Comme nous allons le voir ci-dessous, la méthode de paiement va également avoir un impact sur la fiscalité de la transaction. Si l'acquéreur emprunte pour financer la transaction, il devra payer des intérêts à ses créanciers. Ces intérêts vont donc passer en charges et diminuer la base imposable. L'acquéreur devra donc payer moins d'impôts (Campa & Hernando, 2009).

3.4. La confiance excessive des dirigeants

Certaines analyses (Francoeur, 2005; Lubatkin, 1983; Straub, 2007) ont cependant montré que les fusions et acquisitions n'étaient pas toujours profitables. Les chercheurs ont trouvé une raison à cela.

Selon Berkovitch et Narayanan (1993), certaines entreprises pensent fusionner pour profiter de synergies mais la raison réelle peut être parfois tout autre. Ils ont remarqué que les dirigeants décidaient de fusionner pour leur fierté personnelle. C'est ce qu'on appelle

l'hypothèse de l'*hubris*. Concrètement, les dirigeants surestiment les synergies ce qui les pousse à concrétiser cette fusion alors que les synergies réelles ne justifient pas la fusion.

Selon Berk et al. (2013), le prestige et les profits que l'on peut tirer d'une plus grande entreprise attirent les dirigeants. Ceux-ci veulent montrer qu'ils sont à la base de son développement. Or un certain conflit d'intérêt apparaît dans ces décisions. En effet, les dirigeants ne possèdent pas ou, s'ils sont actionnaires, ne détiennent qu'une partie de l'entreprise et ils ne supportent donc pas les risques supportés par les actionnaires. Les dirigeants vont donc profiter de la totalité du prestige dégagé par cette opération tout en ne supportant qu'une partie du risque.

Une autre cause peut expliquer le fait que les dirigeants s'engagent dans des opérations non rentables. Lorsqu'un dirigeant s'occupe de son entreprise, prend la majorité des décisions, celui-ci pense bien faire à tous niveaux, il ne voit que le positif. Or, personne n'est à l'abri d'une mauvaise surprise et bien que ses intentions soient louables, il suffit d'une maladresse, un aspect dont il n'avait pas conscience pour faire basculer la situation. Une certaine myopie peut donc être identifiée chez les dirigeants d'une entreprise. Ceux-ci y voient tous les avantages mais il leur est plus difficile d'en observer les inconvénients. Ils veulent protéger leurs idées à tout prix en négligeant certains détails importants. Contrairement au cas précédent, le dirigeant pense autant à son bien-être qu'à celui de ses actionnaires mais il manque d'objectivité externe.

4. Explication des échecs des F&A

Comme le laisse entendre notre réflexion à propos de la confiance excessive des dirigeants, toutes les opérations de F&A ne sont pas des réussites, certaines peuvent décevoir et même se traduire en réels échecs.

D'après Meier et Schier (2012), « près de 50% des transactions se révèlent décevantes sur le plan économique. »

Straub (2007) explique les différentes raisons qui peuvent rendre une F&A inefficace et donc la vouer à l'échec. Il sépare ces explications en trois domaines : la finance, la stratégie et le management. Nous y ajouterons également le droit de la concurrence qui peut limiter les rapprochements stratégiques.

4.1. Finance

Les profits que devraient engendrer une fusion peuvent être altérés pour plusieurs raisons. Tout d'abord, comme nous l'avons vu ci-dessus, les dirigeants peuvent mettre en place un rapprochement avec une autre entreprise pour leur fierté personnelle. Ils veulent marquer leur présence dans l'entreprise. Ils ont alors tendance à surévaluer les synergies et les avantages liés à la fusion. Après quelques temps, nous remarquons que le prix payé est bien trop élevé par rapport aux synergies créées.

De plus, certains dirigeants peuvent également sous-évaluer les coûts administratifs liés à la transaction. Ceux-ci peuvent s'élever à plusieurs millions et ne sont parfois pas compensés par les autres avantages de la fusion.

4.2. Stratégie

Straub (2007) a mis en évidence l'importance de choisir la cible qui correspondait au mieux au plan stratégique défini par l'acquéreur. Cela importe finalement peu que ce soit dans une industrie différente ou non tant que les deux entreprises ont des similarités ou de la complémentarité au niveau du marché et/ou de la production.

4.3. Organisation et management

Nous pouvons également expliquer la piètre performance des fusions et acquisitions par une mauvaise intégration des deux sociétés. Il est important de mettre en place une stratégie post-acquisition. Or, selon Jemison et Sitkin (1986), les entreprises y accordent moins d'attention. Ceci comporte notamment la mise en place des bonnes personnes aux bons endroits, la création d'une vision et d'une mission communes aux deux entreprises. De plus, il peut y avoir des problèmes de cultures d'entreprises. Les origines et les méthodes de gestion peuvent être différentes d'une firme à une autre, ce qui engendre des tensions et des conflits.

4.4. Droit de la concurrence

Enfin, nous terminerons ce point en mentionnant un élément externe aux entreprises et ceux qui les dirigent. Chaque fusion doit être acceptée par des autorités nationales ou internationales de manière à limiter les positions de monopole. Celles-ci pourraient se créer si deux groupes fusionnent et possèdent chacun d'importantes parts de marché.

Aux Etats-Unis, par exemple, il existe deux lois à ce sujet : l'acte Sherman et l'acte Clayton. Le premier interdit les fusions qui forment un monopole ou une position de marché trop favorable. Le deuxième interdit l'achat d'actions par une entreprise si cela provoque une

position concurrentielle défavorable (Berk et al., 2013). Il arrive donc que des fusions soient annulées suite à une décision juridique.

Bien évidemment il est impossible de citer une liste exhaustive des raisons d'échec des F&A. Mais ces recherches nous permettent d'avoir un aperçu des points critiques lors d'une fusion.

5. Comment se passe concrètement une F&A ?

5.1. Planification stratégique

Les fusions et acquisitions ne sont pas des investissements à court terme. Elles demandent une période d'analyse et de réflexion afin d'éviter les problèmes que nous avons pu observer ci-dessus. La première étape est d'examiner si la stratégie de fusion correspond à la stratégie globale de l'entreprise. Il est important de voir si les avantages d'une F&A répondent à un besoin de l'entreprise.

5.2. Identification et choix de la cible

Le futur acquéreur analysera ensuite les différentes options qui sont en lien avec sa stratégie. Cette étape peut coûter cher, elle demande parfois l'intervention d'un consultant externe. Il est donc important de définir des critères stricts de sélection. Il choisira la cible qui correspond le mieux à ses attentes et à son budget. L'acquéreur va également entrer en contact avec sa cible potentielle afin de lui faire part de ses intentions.

5.3. Due Diligence

Si la cible montre un intérêt, le potentiel acquéreur va probablement demander l'accès à de l'information privée afin de faire une offre de prix. Cette étape, appelée *due diligence*, consiste à demander des informations privées à la cible. Celle-ci donne accès, de manière confidentielle, à tous les documents financiers, légaux, opérationnels,... L'acheteur prend conscience de la situation de l'entreprise et peut se faire une meilleure idée de celle-ci (Boone & Mulherin, 2009).

5.4. Valorisation de la cible

Cette étape va débuter lors de l'identification de la cible et pourra être revue tout au long du processus suivant les informations que l'acquéreur va obtenir.

Avant les premiers contacts avec la cible, l'acheteur peut commencer par valoriser cette entreprise grâce à des sociétés comparables. Dans ce cas, il va analyser d'autres firmes du secteur, sélectionner celles qui ressemblent le plus à l'entreprise cible. Il va utiliser pour cela des facteurs tels que la taille, le chiffre d'affaire, la clientèle, le type de produits, etc. Cette méthode va permettre facilement d'obtenir une valeur grossière de l'entreprise cible. Cependant, lorsque les dirigeants d'une entreprise sont intéressés par une autre, ils ne peuvent pas se contenter d'une telle estimation.

A côté de la méthode des comparables, d'autres méthodes seront également utilisées de manière complémentaire. C'est le cas notamment de la méthode des free cash-flows futurs. Cette méthode permet de valoriser l'entreprise aujourd'hui en tenant compte de son évolution future. Mais comme nous l'avons vu ci-dessus, une fusion engendre généralement des synergies ; l'acquéreur va donc être à même de valoriser l'entreprise si elle fusionne. En connaissant la valeur de la cible aujourd'hui et la valeur de celle-ci si elle fusionne, l'acquéreur va pouvoir déterminer un prix d'achat. Celui-ci va se baser sur la valeur actuelle à laquelle il ajoutera une prime afin de rendre l'offre intéressante aux yeux des actionnaires de la cible.

Cet investissement aura une NPV (Net Present Value) positive si le prix d'achat est plus petit que la valeur de l'entreprise qui tient compte des synergies.

5.5. Offre Publique d'Achat (OPA)

S'en suit l'Offre Publique d'Achat (OPA). Comme son nom l'indique, l'offre doit être publique, c'est-à-dire qu'elle doit être communiquée aux personnes qui détiennent les parts de l'entreprise. Cette communication doit être suffisamment claire pour que l'actionnaire puisse se faire une idée tout seul. Elle comprendra principalement les modalités de paiement et les motifs de la fusion.

L'offre peut être amicale ou hostile. Elle sera amicale quand la société qui achète l'entreprise reçoit le soutien de l'entreprise cible. Au contraire, l'offre sera considérée comme hostile si elle n'est pas souhaitée par le Conseil d'Administration de la société achetée.

Pour une société cotée, l'offre doit être présentée dans un prospectus qui sera tout d'abord soumis à l'autorité compétente (par exemple la FSMA en Belgique). Après que celle-ci a donné son accord, l'offre sera publiée.

5.6. Négociations et accord des actionnaires

Le conseil d'administration va donner son avis à ses actionnaires et à l'entreprise acquéreur. Il peut estimer que son entreprise vaut plus et demander un prix supérieur. L'acquéreur peut abandonner ou revoir l'offre.

Lorsque le CA est d'accord, il doit à nouveau prévenir ses actionnaires. Il peut également les encourager à revendre leurs parts mais ils gardent la liberté d'accepter ou de refuser.

L'offre sera réussie lorsque l'acquéreur obtiendra au moins 50% des parts et pourra donc prendre le contrôle de l'entreprise.

5.7. Implémentation de la F&A

Après que la transaction a été conclue, il est important de mettre en place une stratégie d'implémentation. Comme nous l'avons déjà vu ci-dessus, beaucoup d'échecs sont dus à une mauvaise intégration des deux parties, ce qui engendre des problèmes culturels ou de gestion. Il est donc important de développer une stratégie afin de définir clairement les objectifs de la nouvelle entreprise. Il faut également redéfinir les rôles et la place de chacun dans la nouvelle société.

Un effort doit venir des deux côtés. En effet, les deux parties découvrent un nouvel environnement, une nouvelle culture. Elles doivent donc toutes les deux s'adapter et trouver un nouveau terrain d'entente.

Nous pouvons synthétiser tout le processus selon le schéma ci-dessous :

Table 1 The Private and Public Takeover Process

Step	Description
A. Private Takeover Process	
1. Deal Initiation	Target board considers alternatives or Target CEO and bidder CEO meet or Unsolicited bidder makes inquiries
2. Select Advisors	Target engages investment bank and legal counsel
3. Contact bidders	Target chooses number of potential bidders to contact Potential bidders also retain financial and legal advisors
4. Confidentiality/ Standstill	Bidders sign agreements to receive non-public information Also sign standstill agreement not to make unsolicited offer Initial due diligence
5. Indications of Interest	Subset of potential bidders make non-binding price offers Further due diligence; data rooms; on-site
6. Formal Private Bids	Subset of potential bidders make binding offers Request for best and final offers
7. Takeover Agreement	High bidder signs takeover agreement Includes payment method and deal protection clauses
B. Public Takeover Process	
8. Takeover Announcement	Agreement with high bidder announced
9. Public Bidding	Possible offers from other bidders
10. Approval of Deal	Regulatory and shareholder approval
11. Deal Completion	Acquisition is completed

Source : (Boone & Mulherin, 2009).

6. Modes de paiement

La méthode de paiement utilisée est une décision stratégique importante lors d'une F&A. Il existe principalement trois modes de paiement. Le premier est de payer en cash les actionnaires de l'entreprise cible. Ceux-ci reçoivent de l'argent en échange des actions qu'ils donnent à l'acquéreur. Cette méthode requiert un second choix. La liquidité peut tenir son origine de l'autofinancement de l'entreprise, d'une augmentation de l'endettement ou d'une émission d'actions.

Le deuxième mode consiste à attribuer aux actionnaires de l'entreprise achetée des actions supplémentaires équivalant à la prime d'achat. Cette méthode va dépendre d'un ratio

d'échange qui représente le nombre d'actions de l'entreprise acquéreur que les actionnaires de la cible vont recevoir par action qu'ils détiennent jusqu'ici.

La troisième méthode est de combiner le paiement en cash et en actions.

Le choix de la méthode dépendra de la stratégie retenue ou négociée par l'acquéreur, ainsi que de facteurs extérieurs. Tout d'abord, nous allons passer en revue ceux qui poussent les entreprises à payer en cash leur transaction. Nous ferons ensuite de même avec le paiement en actions.

6.1. Paiement en cash

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, le cash peut provenir des fonds propres de la société. Cependant, le prix des F&A est généralement élevé. L'acquéreur n'a pas toujours les liquidités nécessaires pour payer l'entièreté de la transaction avec ses propres moyens. C'est pourquoi de plus en plus d'entreprises font appel à un financement externe qui peut être par dette ou par capital (Faccio & Masulis, 2005).

Ce choix va dépendre d'une part des coûts de financement et d'autre part du contrôle que l'acquéreur veut garder, ainsi que des risques qui pèsent spécifiquement sur chacune des méthodes.

- Contrôle de l'entreprise

Les actionnaires de la cible préféreront le cash s'ils craignent de devenir minoritaires et de faire face à des problèmes d'aléa ou hasard moral. En effet, si l'acheteur choisit l'autre méthode, c'est-à-dire d'émettre des actions, son pouvoir de décision sera dilué. Dans ce cas, l'acheteur pourrait prendre des décisions irrationnelles dans certaines conditions mettant en danger l'actionnaire minoritaire. En conséquence, celui-ci ne prendrait pas part aux décisions mais supporterait une partie du risque lié à l'investissement.

De manière générale, nous considérerons que si l'actionnaire majoritaire de l'acheteur possède un pouvoir de décision entre 20 et 60% et que l'actionnariat de la cible est concentré, il sera préférable de payer en cash. C'est en effet dans ces conditions que l'actionnaire de l'acquéreur risque de perdre son pouvoir de décision si la transaction s'effectue par actions. Par contre, au plus la concentration sera faible, au plus il sera préférable d'utiliser des actions comme moyen de paiement afin que l'acheteur puisse prendre le contrôle (Faccio & Masulis, 2005).

- Coût de la dette

Le coût de la dette est un facteur important dans le choix du cash comme méthode de paiement. Cela représente un coût supplémentaire au prix d'achat et donc demande des fonds additionnels. Les acquéreurs seront intéressés par cette méthode si les conditions de crédits sont favorables et/ou si les fusions sont moins créatrices de valeur. Plus précisément, si les coûts de financement sont faibles et que les conditions de paiement sont plus larges, cela va générer de la valeur étant donné que l'accès au financement est plus facile (Campa & Hernando, 2009; Tesolin, 2010). Cependant, si cet accès au financement est mal géré, les risques deviennent alors importants. C'est d'ailleurs ce qu'il s'est passé avec l'arrivée de l'euro et le développement du marché de la dette en Europe.

Il est également prouvé que lorsque le taux d'intérêt est avantageux et que le spread est faible, la création de valeur pour l'acquéreur est plus faible également (Campa & Hernando, 2009; Tesolin, 2010).

Il a aussi été démontré que la prime payée pour une transaction en cash est plus importante que pour une transaction en actions car celle-ci est plus liquide (Campa et Hernando, 2009). Or, en termes de risque, la conclusion devrait être différente. Normalement, lorsque le risque est faible, la prime de risque est faible. Le cash est généralement considéré comme sûr et liquide car il permet de payer directement la cible. Le risque de défaut est donc peu élevé.

Campa et Hernando (2009) abordent la liquidité du cash dans un contexte particulier. Ils considèrent que le cash est utilisé dans des transactions avec de la concurrence. Dans ce cas, il est plus liquide que les actions car il permet de conclure la transaction plus rapidement. Pour obtenir le deal face à ses concurrents, l'acquéreur devra payer une prime supplémentaire afin d'attirer plus facilement la cible.

- Mise en place d'une discipline

Campa et Hernando (2009) ajoutent une dernière remarque sur le paiement en cash. Comme nous l'avons vu, les entreprises qui souhaitent payer en cash doivent faire appel à des investisseurs extérieurs ou à des banques. L'acquéreur va donc être monitoré par ses créiteurs et va devoir établir une certaine rigueur.

La banque sera également une preuve de fiabilité si elle octroie le prêt. La cible peut donc se sentir rassurée si l'acquéreur a réussi à obtenir la confiance des investisseurs.

6.2. Paiement en actions

Comme nous l'avons mentionné, la deuxième méthode consiste à payer la cible avec des actions. Plusieurs raisons peuvent motiver les acquéreurs à choisir cette option.

- Peu de concurrence

Le paiement en actions demande généralement plus de temps. Cette méthode nécessite un calcul d'un ratio d'échange, un enregistrement de nouvelles actions auprès des autorités financières,... Il est donc préférable qu'il n'y ait pas de compétition entre plusieurs acquéreurs afin que l'une des parties ne prenne un avantage de temps en payant en cash.

- Opportunités de croissance

Afin que la paiement en action soit profitable, il est également important que l'industrie ou la société ait des opportunités sérieuses de croissance afin de garantir une augmentation du prix de l'action à court ou moyen terme (Campa & Hernando, 2009).

- Coût de la dette

De plus, lorsque que la fusion porte sur des entreprises de taille importante, l'acquéreur se voit souvent dans l'obligation d'aller chercher un financement extérieur, auprès des organismes financiers. Ces opérations sont généralement coûteuses car cela comporte des frais d'enregistrement, des paiements d'intérêts,... Cela augmente également le risque de défaut de l'entreprise. Afin donc d'éviter un surendettement, ce cas va pousser les acquéreurs à payer en actions afin de garder un niveau d'endettement raisonnable.

- Contrôle de l'entreprise

Le paiement en actions d'une F&A a de l'influence sur le contrôle de l'entreprise. En effet, le fait d'augmenter le nombre d'actions dilue le pouvoir de décision de l'entreprise et par conséquent transfère une partie de ce pouvoir à la cible. Cette conséquence peut être souhaitée dans le cas d'une fusion amicale dont l'objectif est de partager les connaissances. Il est alors préférable que les deux parties aient un certain pouvoir de décision.

- Partage du risque

Selon Hansen (1987), lorsque l'on retrouve une certaine asymétrie de l'information lors de l'évaluation de l'entreprise, il est préférable de payer avec des actions afin de partager le risque entre l'acquéreur et la cible.

- Avantages fiscaux

Du point de vue de la cible, celle-ci peut préférer les avantages légaux liés aux actions. Elle ne devra pas payer de taxe sur les actions qu'elle reçoit. La taxe n'entrera en vigueur que lorsque l'actionnaire fera une plus-value sur la revente.

En conclusion, le paiement par actions sera privilégié dans le cas où la F&A est dépourvue de toute concurrence. Même si ce mode demande beaucoup de temps de préparation, il permet de mettre en place différentes stratégies et de diminuer les coûts. Tesolin (2010) résume ce choix comme « le résultat d'un compromis entre les risques d'une modification de la structure actionnariale, qui découragent le paiement en titres, et les contraintes d'équilibre financier pesant sur l'acquéreur, qui au contraire favorisent le paiement en titres ».

7. Vagues de F&A

Nous avons déjà fait allusion précédemment à l'influence du contexte économique sur les F&A et à des éléments extérieurs aux entreprises concernées. C'est ainsi qu'Andrade, Mitchell, et Stafford (2001) ont examiné un phénomène particulier, celui des vagues de fusions et acquisitions, qui peut s'expliquer par des raisons contextuelles fort diverses. Nous verrons plus tard que le secteur automobile est également touché par ces vagues.

Selon Harford (2005) et Campa et Hernando (2009), les vagues de F&A sont souvent caractérisées par des chocs dans l'industrie au niveau de la croissance économique, de l'innovation technologique ainsi qu'au niveau de la régulation du secteur. Ces événements obligent les entreprises à réallouer leurs actifs à grande échelle. Par exemple, les innovations technologiques vont provoquer une surcapacité et le besoin pour l'entreprise de se consolider.

Selon Andrade et al. (2001), la dérégulation a aussi été un acteur dans l'évolution des F&A au cours des années 80 et 90. Cela permet tout d'abord de créer de nouvelles opportunités d'investissements dans l'industrie. Ensuite, cela peut enlever des barrières qui sont présentes depuis plusieurs années et qui ont bloqué l'industrie artificiellement.

Ces auteurs ajoutent une condition financière supplémentaire pour qu'une vague de F&A se crée. Il doit y avoir assez de liquidité pour permettre cette réallocation des actifs (Harford, 2005). Pour cela, il faut des marchés actifs et des taux d'intérêts faibles. Ceux-ci augmentent la valorisation comme dans le calcul de free cash flows futurs. Ceci implique également que les conditions financières sont plus favorables, avec des primes de risque plus faibles. Le fait d'obtenir des crédits facilement augmente les transactions en cash (Campa & Hernando, 2009).

Enfin, il peut également y avoir des chocs qui ne touchent pas directement l'entreprise ou le secteur mais dont l'impact est important. Comme l'expliquent Andrade et al. (2001), il peut y avoir des supply shocks comme par exemple une augmentation du prix du pétrole.

En conclusion, comme nous avons pu le voir, une fusion ou une acquisition demande un long temps de préparation. Chaque étape est importante si nous voulons qu'elle réussisse.

Avant d'aborder pleinement les F&A dans le secteur automobile, nous allons tout d'abord analyser l'évolution de cette industrie depuis le milieu des années 90 jusqu'à aujourd'hui afin de mieux comprendre dans quel contexte nous nous trouvons.

Chapitre 2 : Analyse du secteur automobile depuis les années 1990

Après avoir analysé la théorie qui définit les différents types de fusions et acquisitions, il est intéressant d'analyser plus spécifiquement le secteur automobile. Dans cette partie, nous allons définir l'industrie automobile et parcourir son évolution à partir des années 90 jusqu'à nos jours. Enfin, nous analyserons brièvement les vagues de fusions intervenues dans ce secteur.

1. Qu'est-ce que l'industrie automobile ?

L'industrie est composée de constructeurs automobiles qui développent, assemblent et vendent (via leurs concessions) des véhicules. Ils font appel à des équipementiers pour se fournir en pièces afin d'assembler le véhicule. Bien qu'il y ait souvent des liens très forts entre les équipementiers et les constructeurs automobiles, ils restent indépendants de ceux-ci¹.

Le nombre de constructeurs automobiles est restreint. Nous les retrouvons principalement aux Etats-Unis, en Europe de l'Ouest et en Asie (Corée du Sud et Japon). C'est ce que les experts appellent la **Triade**, en opposition avec les pays émergents comme les BRIC. Leurs usines sont cependant présentes partout dans le monde et de plus en plus dans les pays en voie de développement.

En 2013, les principaux constructeurs se classent, suivant le nombre de véhicules produits, dans l'ordre suivant :

1. Toyota	10.324.995	11. Renault	2.704.675
2. GM	9.628.912	12. BMW	2.006.366
3. Volkswagen	9.379.229	13. SAIC	1.992.250
4. Hyundai	7.233.080	14. Daimler AG	1.781.507
5. Ford	6.077.126	15. Mazda	1.264.173
6. Nissan	4.950.924	16. Dongfeng Motor	1.238.948
7. Fiat	4.681.704	17. Mitsubishi	1.229.441
8. Honda	4.298.390	18. Changan	1.109.889
9. Suzuki	2.842.133	19. Tata	1.062.654
10. PSA	2.833.781	20. Geely	969.896

Source : (Organisation Internationale des Constructeurs Automobiles (OICA), 2014)

¹ Dans le cadre de ce travail, nous n'aborderons que les fusions et acquisitions entre constructeurs automobiles.

Ce classement nous confirme la grande majorité de pays de la Triade. Cependant, la deuxième moitié du classement voit apparaître plusieurs constructeurs de pays émergents comme SAIC, Dongfeng Motor, Changan, Tata et Geely.

Comme le disent Humphrey et Memedovic (2003), l'industrie automobile est probablement l'industrie la plus répandue. « Ses produits se retrouvent partout dans le monde et elle est dominée par un nombre limité d'acteurs reconnus internationalement ». Le secteur est concentré, la plupart des acteurs ayant une part de marché et des profits significatifs. L'industrie est également connue pour être à maturité, ce qui a pour conséquence une pression sur les coûts et une faible marge.

2. L'évolution du secteur depuis les années 1990 jusqu'à nos jours

Pour mieux comprendre les rapprochements stratégiques que nous aborderons ci-dessous, il nous semblait important de résumer l'évolution du secteur depuis les années 90.

2.1. Les années 1990

Tout d'abord, le secteur était caractérisé par l'expansion des pays en voie de développement. Selon Humphrey et Memedovic (2003), « la production globale de véhicules a augmenté de pratiquement 7 millions entre 1990 et 1997 alors que l'augmentation des ventes n'était que de 4 millions. » Cette croissance était principalement due aux pays en voie de développement tandis que dans les pays de la Triade, le secteur était arrivé à maturité. Etant donné que la production fut plus importante que les ventes, cela a eu pour conséquence une surcapacité, une pression sur les prix et un faible profit.

Surcapacité

Durant des années, les constructeurs ont vu la demande augmenter suite à l'émergence de pays en voie de développement. Ceci les a poussés à construire de nouvelles usines, à se délocaliser dans les pays où la main d'œuvre est moins chère et par conséquent à produire plus.

Néanmoins, la demande de véhicules est volatile. Les constructeurs ne peuvent pas prédire le volume de vente.

Les constructeurs font face à un dilemme.

- La demande augmente. Afin de garantir toutes les ventes, les différentes firmes augmentent leur production. Cependant, bien que la demande augmente, rien ne garantit au constructeur que cette augmentation va lui être bénéfique.

- La demande diminue. Si, par exemple, en temps de crise la demande diminue, il n'est pas possible pour le constructeur automobile de réduire sa production. D'une part, les usines sont rentables à partir d'un certain seuil de production. D'autre part, cela engendrerait des pertes d'emplois. Les régulations européennes et américaines sont strictes face à l'emploi. Il est interdit de licencier du personnel chaque fois que la demande diminue.

Source : (KPMG, 2011)

Ensuite, bien que la croissance ait été importante de 1990 à 1997, cette dernière année a été impactée par la crise dans l'est de l'Asie. L'optimisme est en baisse et la récession s'installe dans cette partie du monde.

Certains constructeurs, notamment de la Triade, comprennent qu'une certaine fragilité s'installe dans ces pays émergents. Ces constructeurs vont donc tout mettre en œuvre pour augmenter les parts de marché.

L'idée n'est néanmoins pas nouvelle. Dès le début des années 90, les constructeurs automobiles se sont rendus compte de l'importance d'augmenter les parts de marché dans un monde qui se globalise. Seuls les constructeurs ayant un avantage compétitif pouvaient conquérir de nouveaux marchés et lancer de nouveaux produits afin de toucher des consommateurs partout dans le monde. Les fusions, acquisitions et alliances stratégiques permettaient d'offrir aux clients des produits de qualité, efficaces et à un prix concurrentiel. La mise en place de ces stratégies a pris quelques années mais à la fin des années 1990, nous avons vu des fusions comme Volkswagen/Lamborghini/Bentley/Bugatti (1998), Daimler/Chrysler (1998) ou Ford/Volvo (1999).

Ces fusions ont toutes suivi une certaine logique. Avec le marché saturé, les marchés émergents qui ne sont pas encore au point et la surcapacité endémique, la réduction de coût potentielle n'est pas à négliger (Oxford Analytica, 1999).

Lorsque l'on crée de grands groupes, il est plus facile de répartir les coûts de production et de recherche et développement. Cependant, il est important que les entreprises maintiennent le volume. C'est pourquoi, lors de fusions, les entreprises garderont les marques acquises afin d'offrir une large gamme de produits.

Cela nécessite d'être attentif à deux choses. D'une part, il faut que les marques conservent les aspects distinctifs pour éviter toute cannibalisation. Mais d'autre part, il faut permettre une certaine standardisation des produits afin de garder les avantages en termes de coûts.

En outre, les années 90 ont aussi été un tournant pour le domaine des fusions et acquisitions en général.

Tout d'abord, d'un point de vue financier, le grand changement par rapport aux années 80 se situe au niveau du paiement par action plutôt qu'en cash (Andrade et al., 2001). Comme nous l'avons vu ci-dessus, le cash est généralement utilisé lors de fusions hostiles afin d'accélérer le processus. Dans cette décennie, les fusions ont tendance à être amicales. Les entreprises choisissent donc d'utiliser des actions plutôt que du cash. Nous l'avons observé en partie dans le secteur automobile avec la fusion de Daimler et Chrysler.

Enfin, selon Andrade et al. (2001), les années 90 ont été caractérisées par des fusions dans un même secteur.

2.2. Fin des années 1990, début de l'an 2000

Après cette période de consolidation, le nombre de concurrents ou de possibles cibles de fusion devient de moins en moins important (PWC, 2000). Les constructeurs automobiles recherchent alors à s'allier avec des sociétés en amont de la chaîne : les fournisseurs. En effet, qui dit globalisation dit bien souvent augmentation de la concurrence. Les groupes automobiles deviennent plus importants, ce qui leur permet de réduire leurs coûts. Les entreprises ressentent donc de plus en plus la pression sur les prix, ce qui les pousse à diminuer les coûts au maximum, une solution étant des négociations plus fermes avec les fournisseurs et un meilleur contrôle sur ceux-ci. Cela devait tout simplement faciliter la gestion de la production.

Durant cette période, les constructeurs continuent à investir dans les pays émergents. La principale raison n'est pas encore d'introduire leurs produits dans ces pays mais d'y installer leurs usines. En effet, la main d'œuvre y est moins chère. Les constructeurs délocalisent donc afin de produire à moindres coûts.

Ensuite, l'entrée dans le XXI^e siècle se marque par un changement de stratégie. Comme nous venons de le voir, les entreprises étaient orientées vers la production de masse. Ceci a provoqué un des problèmes majeurs du secteur : la surcapacité.

2.3. Les années 2000, une industrie tournée vers le consommateur

Après l'an 2000, la production de masse connaît des années difficiles, notamment entre 2004 et 2007. Beaucoup d'entreprises doivent fermer leurs portes, ce qui provoque une diminution de la capacité et les négociations de contrats de travail deviennent de plus en plus difficiles. Les entreprises vont donc devoir revoir la façon de concevoir l'automobile. C'est pourquoi, le secteur a commencé à se tourner vers le consommateur (Business Monitor International, 2000). Ce changement de stratégie va pousser les sociétés à s'orienter vers des firmes plus innovantes.

L'une des plus grandes stratégies que tous les constructeurs vont choisir est celle d'une motorisation plus efficiente et qui consomme moins de carburant. Le prix de celui-ci a augmenté de manière significative et il y a eu une conscientisation des problèmes écologiques qui ont obligé les constructeurs à diminuer la consommation de leurs véhicules.

Le service et la qualité sont également une préoccupation venant des consommateurs. Enfin, les SUV et les monospaces vont devenir à la mode dans certaines régions du monde, notamment en Europe. Afin de satisfaire au mieux les consommateurs, les constructeurs vont chacun à leur tour proposer leurs nouveaux produits.

Outre l'innovation orientée vers le client, les entreprises cherchent à développer de nouvelles technologies afin de rendre leurs usines plus efficientes.

Avant la crise de 2008, le secteur fait face à des hauts et des bas ; pourtant le nombre de F&A ne bouge pas, seules les stratégies diffèrent. Lorsque la conjoncture est négative, certains acteurs en profitent pour racheter les entreprises qui sont dans une position financière très faible. Au contraire, lorsque la conjoncture est positive, les entreprises y voient une opportunité de croissance.

2.4. 2008, le début de la crise

L'industrie va ensuite être frappée de plein fouet par la crise économique et financière de 2008. De nombreux constructeurs se fragiliseront et devront fermer une partie de leurs usines comme le site d'assemblage d'Opel à Anvers ou de Fiat en Sicile. La demande va également fortement diminuer, étant donné que les consommateurs ne vont plus considérer leur véhicule

comme produit de première nécessité. Cet effet va être accentué par la conséquence des efforts effectués par les entreprises les années précédentes. En effet, beaucoup de constructeurs ont amélioré la qualité et l'efficacité de leurs véhicules. Ces améliorations vont rendre ceux-ci beaucoup plus fiables et vont pousser les consommateurs à repousser leurs achats.

Bien que les coûts soient redevenus une préoccupation, les stratégies mises en place avant la crise restent d'actualité, de même que les problèmes de surcapacité. Les entreprises cherchent toujours à investir suffisamment dans les pays émergents afin de satisfaire la demande grandissante au risque de créer là aussi des problèmes de surcapacité (KPMG, 2010). A partir de 2009, les parts de marché glissent de la Triade vers les pays du BRIC, principalement la Chine.

En 2010, les entreprises renouent déjà avec les profits. De nouvelles tendances font leur apparition. Les véhicules deviennent de plus en plus connectés. Le secteur s'ouvre alors à l'informatique. On verra d'ailleurs par après des marques comme Apple s'installer dans les voitures. La frontière entre le secteur automobile et le secteur de l'IT, de l'énergie et de l'électronique devient floue (KPMG, 2011). Les années suivantes montreront néanmoins que les constructeurs automobiles restent maîtres de leurs technologies. Il y a peu de chances de voir dans le futur des entreprises IT par exemple diriger le monde automobile. Néanmoins, des marques telles que Tesla ou Fisker, orientées vers les véhicules électriques, font leur apparition et prouvent à l'industrie entière leur capacité à développer des véhicules innovants qui peuvent offrir une longue autonomie et un prix relativement abordable (KPMG, 2011). Ce genre d'entreprises forme cependant des marchés de niche qui ne devraient pas impacter négativement les grands constructeurs automobiles. A l'heure actuelle, Tesla n'est toujours pas profitable et ne le sera pas avant 2020 selon certains analystes (Ramsey & Murphey, 2015). La firme Fisker quant à elle a dû faire appel à la protection du Chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites et a été finalement rachetée par le groupe automobile Wanxiang en 2014 (The New York Times, 2014).

Enfin, les consommateurs recherchent aussi une solution de mobilité dans le centre-ville congestionné.

2.5. Une industrie à deux niveaux

Après l'année 2010, on remarque deux marchés différents, celui des pays à maturité qui s'occupe des problèmes de congestion ainsi que les changements de besoins du

consommateur tandis que les pays émergents recherchent simplement une solution de mobilité à faibles coûts.

La recherche de nouvelles technologies a fait apparaître deux nouveaux types de motorisation : les moteurs électriques et hybrides. Les entreprises continuent à investir dans la recherche de ces technologies mais les ventes de véhicules 100% électriques démarrent difficilement.

Après la crise, les constructeurs automobiles cherchent à créer des alliances ou des joint-ventures avec des entreprises technologiques afin de développer leurs innovations.

Après de longues années de recherche et développement, les constructeurs éprouvent des difficultés à trouver la meilleure solution en termes de motorisation. Les entreprises cherchent toujours à améliorer leurs moteurs thermiques tout en sachant que ceux-ci disparaîtront un jour. A côté de cela, le développement du moteur électrique avance mais les consommateurs ne sont pas encore convaincus et les prévisions sont négatives sur ce point (KPMG, 2013). La solution qui semble prônée ces dernières années est le plug-in hybride, un moteur thermique lié à un autre moteur électrique rechargeable (KPMG, 2013, 2014).

La dernière grande innovation se situe au niveau des voitures autonomes, c'est-à-dire des véhicules qui n'ont pas besoin de conducteur pour rouler. La technologie semble être avancée mais malgré ce que l'on pourrait croire, il est peu probable de voir apparaître ce type de véhicules dans les prochaines années en raison principalement du problème de sécurité que peut engendrer cette technologie (KPMG, 2014).

Pour résumer la situation actuelle, nous sommes dans une période de transition dans laquelle les technologies et les produits présents doivent se mélanger aux technologies futures orientées vers la connectivité et le service.

Actuellement les restrictions légales poussent à la rationalisation, à l'optimisation de la motorisation ainsi qu'à la standardisation. D'un autre côté, d'autres technologies remettent au centre la mobilité.

Actuellement, il n'y a pas de consensus quant à l'avenir de la voiture, en termes d'écologie notamment. La tendance va vers les voitures de base et les petits véhicules.

Les constructeurs vont continuer à développer des petits moteurs à carburant. Enfin, on doit mettre une réserve en ce qui concerne les voitures autonomes qui sont plus éloignées que ce que les médias laissent imaginer.

Ce bref aperçu du secteur nous permet de comprendre l'évolution des fusions dans le secteur automobile. Depuis vingt ans, nous observons une tendance générale à la consolidation du secteur. Cependant, nous avons remarqué que les fusions et acquisitions dans le secteur automobile connaissent des hauts et des bas. Dans la suite de ce travail, nous allons déterminer les différentes vagues de fusions et acquisitions qui caractérisent le secteur.

3. Les vagues de fusions et acquisitions

Comme nous l'avons montré ci-dessus, les fusions et acquisitions ont tendance à s'opérer par vagues quel que soit le secteur, et bien sûr l'industrie automobile ne déroge pas à la règle. Nous allons donc investiguer les dernières grandes vagues que le secteur automobile a connu.

Si nous analysons les 20 dernières années, nous observons principalement deux vagues. La première, et la plus importante se situe à la fin des années 1990. La seconde, qui est encore à confirmer, se formerait après la crise financière de 2008.

3.1. Consolidation des années 90

Comme nous l'avons vu ci-dessus, les années 90 sont caractérisées par le développement des pays émergents. La compétition s'intensifie, les constructeurs japonais réussissent à produire des véhicules de qualité à prix réduit.

Ce contexte force les autres entreprises à réagir en diminuant leur prix et en se développant dans les pays émergents. Ceci pousse donc les entreprises à s'allier afin de se développer.

Ces rapprochements sont généralement amicaux car l'objectif est de mettre en commun les ressources et d'être complémentaires afin de développer un groupe automobile plus puissant.

3.2. Développement technologique dans les années 2010

Comme nous l'avons vu ci-dessus, depuis les années 2000, les constructeurs sont de plus en plus tournés vers le consommateur. Ce dernier, au vu des problèmes climatiques et économiques, demande des voitures plus propres et plus fiables. Les constructeurs sont donc obligés de revoir leurs politiques, notamment en termes de motorisations. Les fabricants se tournent vers des moteurs plus petits et moins gourmands. Pour pouvoir proposer ces nouvelles technologies, les constructeurs doivent investir énormément d'argent. Les plus réactifs, comme Renault et Nissan (1999), trouvent rapidement de nouveaux alliés. Les autres par contre tentent de suivre le pas tout seul. Mais lors de la crise de 2008, beaucoup de

constructeurs, comme par exemple GM, Chrysler et Ford, commencent à avoir des problèmes financiers. Beaucoup d'autres n'en sortent pas indemnes. Si certains n'ont pas pu éviter la faillite (Hummer, Pontiac), d'autres en étaient au bord (Lauer, 2008). Ceux qui s'en sont le mieux sortis en ont profité pour reprendre ces déficitaires. C'est pour cela que dans un certain contexte, Porsche a rallié le groupe Volkswagen (2012), Geely a racheté la branche automobile de Volvo (2010), Fiat a repris Chrysler (2014) (Fiat Chrysler Automobile, 2015; Fuhrmans, 2012; The Economist, 2010c). D'autres constructeurs n'ont pas voulu reprendre totalement un de ces concurrents mais ils ont décidé de s'allier sur certaines technologies, comme par exemple Renault et Mercedes (2012).

Bien que certains rapprochements répondent, comme à la fin des années 90, à une globalisation et à une croissance du secteur, cette nouvelle vague est particulièrement caractérisée par une mise en commun des ressources et du savoir afin de développer de nouvelles technologies. Toutes ces marques ont décidé de partager leurs plateformes ou leurs moteurs afin de réduire les frais de recherche et développement.

4. Analyse au travers de l'index Herfindahl

Afin de mieux analyser la deuxième vague, il est intéressant de calculer l'index Herfindahl de 1998 à 2013. Celui-ci nous permet de calculer la concentration d'un secteur et se détermine de la manière suivante :

$$I_H = \sum_{i=1}^n \alpha_i^2$$

où $\alpha_i = q_i/Q$.

En d'autres termes, l'index Herfindhal se définit comme la somme des carrés des parts de marché.

Si le secteur comporte un grand nombre de firmes compétitives, cet index se rapprochera de 0. Au contraire, un marché caractérisé par un monopole se rapprochera de 10 000 ($100\%^2$). D'après Investopedia (N/A), le département américain de justice définit un marché comme compétitif si l'index est inférieur à 1000. Entre 1000 et 1800, le marché est modérément concentré. Enfin, au-delà de 1800, le marché est considéré comme concentré.

Comme nous l'avons vu ci-dessus, beaucoup de scientifiques parlent d'une concentration du secteur automobile ces dernières années. Afin de confirmer ou non la tendance, nous avons décidé de calculer l'index Herfindhal à partir des données de production fournies par l'OICA

(Organisation Internationale des Constructeurs Automobiles) (voir annexes 1 à 3). L'accès aux données débute en 1998 et les dernières disponibles sont de 2013². L'organisation reçoit les données des constructeurs et les reclasse afin d'éviter les doublons.

- Hypothèse 1 : prise en compte de tous les producteurs

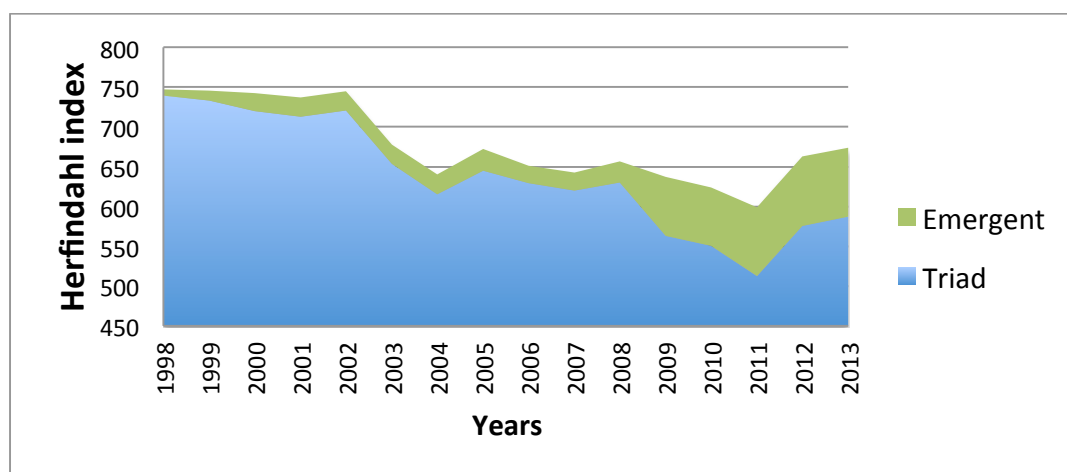
Lorsque nous considérons toute la production et tous les producteurs, nous remarquons que l'index diminue et donc que le marché se disperse. Comme nous pouvons l'observer sur le schéma 1³, la concentration diminue jusqu'en 2011. Ensuite, celle-ci augmente à nouveau.

Ce résultat ne correspondant pas aux constatations des recherches scientifiques, nous avons essayé de trouver une explication à cela.

- Hypothèse 2 : Séparation entre la Triade et les pays émergents

Lors de la lecture des articles scientifiques, il est probable que les auteurs ne considèrent que la Triade dans leurs analyses et non les pays émergents. Nous avons donc décidé de séparer notre analyse entre ces deux parties du monde afin de déterminer si les conclusions sont identiques. Cette hypothèse nous permet également d'analyser l'évolution des pays émergents comme la Chine, l'Inde ou le Brésil. En effet, d'année en année, nous observons l'apparition d'entreprises provenant de ces pays.

Schéma 1 : Evolution de l'indice Herfindahl de l'industrie automobile.



² Pour cette raison, nous n'avons pu analyser la vague des années 90 avec la méthode de l'index Herfindhal.

³ Nous ne prenons pas en compte les deux couleurs pour cette hypothèse, nous devons donc considérer l'aire totale du schéma.

Dans cette deuxième analyse, nous observons que le marché de la Triade est particulièrement concentré de 1998 à 2002. Ensuite, nous remarquons la même diminution de la concentration que nous avons observée précédemment. Toutefois, nous voyons que les constructeurs des pays émergents prennent plus de poids au fur et à mesure des années. Ceci s'explique par l'apparition de nouveaux constructeurs dans ces régions ainsi qu'un plus gros volume engendré par ceux-ci. L'écart entre les pays émergents et ceux de la Triade tend à se stabiliser après 2011. Tout comme dans le premier cas, cette période est caractérisée par une nouvelle concentration du marché.

Dans ce deuxième cas, nous observons donc également que le secteur se disperse entre 2002 et 2011. Même si plus tard il se concentre à nouveau, nous n'atteignons pas le niveau des années 90. Nous ne confirmons donc pas les dires des scientifiques avec cette méthode.

Il est toutefois important de mentionner que les données ne prennent pas en compte les alliances stratégiques que certains groupes ont avec d'autres. Certaines entreprises se sont mises d'accord pour produire dans des régions géographiques prédéfinies ou pour mettre en commun des technologies comme le font les entreprises qui ont fusionné. Il se peut aussi que ces firmes possèdent des parts mutuellement.

On se rapproche donc des fusions et acquisitions mais ces alliances ne sont pas considérées comme telles. Par exemple, dans les données (voir Annexe 1), nous observons que Nissan et Renault sont représentés séparément. Or ces deux groupes sont proches d'une fusion. Ils possèdent des parts mutuellement et partagent leurs technologies. Nous pourrions considérer ce rapprochement comme une concentration du marché. Cependant, nous ne le ferons pas dans le cadre de ce travail pour un souci d'homogénéité. En effet, les alliances stratégiques peuvent être très différentes les unes des autres. Nous pouvons avoir des rapprochements sur plusieurs niveaux, comme c'est le cas avec Renault et Nissan mais nous pouvons aussi avoir une simple mise en commun de technologie. Dans ce cas, il est difficile de parler de réelle concentration.

En conclusion, les deux hypothèses apportent les mêmes observations. Nous remarquons un marché concentré jusqu'en 2002. Ensuite, le marché se disperse et l'index Herfindahl diminue jusqu'en 2011 où il repart à la hausse. La deuxième hypothèse nous donne des précisions concernant les pays émergents. Nous observons qu'ils prennent de plus en plus de parts au fur et à mesure des années jusqu'à se stabiliser à partir de 2010. Certes, nous observons une diminution de la concentration entre 2002 et 2011 mais nous devons garder en

tête que cette diminution est en partie contrebalancée par les alliances stratégiques qui rapprochent certains constructeurs.

5. Il n'y aurait donc pas de concentration du marché automobile ?

Cette analyse au regard de l'index Herfindahl est délicate. En effet, les conclusions sont en contradiction avec beaucoup de revues scientifiques prétendant que le secteur automobile se concentre.

Nous pouvons dire avec certitude que les marchés émergents prennent de plus en plus d'importance. Depuis 2003, nous constatons une augmentation de la production globale et contrairement à ce que l'on peut croire, cette augmentation n'est pas totalement au profit des grands constructeurs de la Triade. Nous observons une augmentation dans la production de nouveaux constructeurs, notamment chinois. Cette observation n'est pas clairement visible sur le graphe car aucun de ces constructeurs ne possède plus d'1% des parts de marché ; l'impact sur l'index reste minime. Mais proportionnellement, la croissance de ces fabricants est bien plus importante que celle des sociétés de la Triade.

Toutefois, les variations de l'index ne décrivent pas forcément une concentration ou non du marché. 80% de la production est distribuée entre 13 fabricants (voir annexes 2 et 4). Si nous n'observons pas de grands changements au niveau de ceux-ci, l'impact sur l'index sera insignifiant. Dans la même idée, une diminution de quelques milliers de véhicules produits par le constructeur n°1 peut avoir un impact de plusieurs dizaines de points d'index. Cela ne traduit pourtant pas une augmentation ou une diminution du nombre de constructeurs mais simplement une redistribution de la production.

En conclusion, le secteur a connu une vague de fusions et acquisitions dans les années 90. Nous pouvons l'observer principalement au travers des transactions effectuées de 1997 à 1999. Cependant, l'index Herfindahl ne nous a pas clairement montré de concentration dans les années 2000. Ceci s'explique notamment au travers de la croissance des constructeurs de pays émergents.

Il est encore trop tôt pour définir si les années 2010 sont bien synonymes de fusions et d'acquisitions dans le secteur automobile. Nous avons cependant observé de grosses transactions, telles que Geely et Volvo (2010), VW et Porsche (2012) ainsi que Fiat et Chrysler (2014).

6. Brève analyse de fusions et acquisitions durant les deux vagues

Nous allons analyser plus en détail les deux fusions les plus intéressantes. Nous avons porté notre choix sur le groupe Volkswagen ainsi que sur la marque suédoise Volvo. Ces deux entreprises ont été actives durant les deux vagues mentionnées ci-dessus. Nous analysons brièvement les rapprochements que ces deux constructeurs ont vécus et nous nous penchons spécialement sur les raisons de ces stratégies.

6.1. Volkswagen AG

De 1992 à 2007, « Volkswagen se concentre plus précisément sur une diversité de produits ainsi que sur l'augmentation de la productivité et un plus grand pouvoir d'achat » (Volkswagen AG, 2008). Comme nous l'avons vu précédemment, VAG souhaite augmenter sa gamme de produits et diminuer ses coûts. Ce dernier point va entraîner de grandes transformations internes, notamment en termes de production ou de ressources humaines. Vers le milieu des années 90, le groupe va déjà engranger des revenus importants. Ceci va donc pousser le groupe, en 1998, à fusionner avec trois grandes marques de prestige : Bentley, Lamborghini et Bugatti. L'objectif est « d'étendre la gamme de produits dans le segment du très haut de gamme » (Volkswagen AG, 2008).

Le groupe a également été la cible d'un rachat par son « cousin » Porsche. En effet, la firme de Stuttgart souhaitant devenir l'un des plus grand groupe automobile décide de racheter petit à petit les parts du groupe Volkswagen. Porsche atteint jusqu'à 42,6% des parts de VAG et 31,5% d'options en 2008. Porsche a cependant fait face à plusieurs difficultés légales et financières. Le rachat a donc été abandonné en 2009, laissant à Porsche un montant important de dettes.

Un revirement de situation est apparu fin 2009 lorsque VAG a acheté 49,9% des parts de Porsche (Fuhrmans, 2012). C'est en 2012 que la société de Wolfsburg a obtenu le droit de racheter les 50,1% restant à Porsche.

Outre le rachat des constructeurs automobiles, le groupe Volkswagen a également racheté la marque de moto Ducati en 2012 ainsi que les deux constructeurs de poids lourds MAN et Scania, respectivement en 2014 et 2015 (Ash, 2012; Cremer, 2014; Volkswagen AG, 2015).

En conclusion, Volkswagen AG a décidé de diversifier sa gamme de produits. Elle a d'abord racheté 3 marques de voitures haut de gamme. Après la crise, le groupe a marqué un grand coup en rachetant Porsche, un des plus grands constructeurs allemands. De manière générale,

VW a pu tirer profit en mettant en commun ses technologies au travers de ses marques. Par exemple, le constructeur utilise la même plateforme sur les compactes de Volkswagen, Audi, Skoda et Seat) (Volkswagen AG, N/A).

6.2. *Volvo*

En 1999, Ford rachète la branche Volvo cars au groupe suédois Volvo AB pour un montant de 6.8 milliards de dollars. Les raisons seraient la taille et les ressources insuffisantes de Volvo cars qui l'empêchent d'être compétitif. L'objectif de ce rachat était la libération de cash pour le groupe afin de racheter le constructeur de camion Scania.

Du côté de Ford, la fusion entre Daimler et Chrysler a poussé les autres constructeurs automobiles à augmenter leur volume et les économies d'échelle (Burt, Simonian, & Tait, 1999). La société américaine a souhaité mettre en place la même stratégie.

Ces 10 années passées entre les mains de Ford n'ont pas été des plus profitables pour la firme suédoise. Ce qui poussa Ford en 2010 à vendre Volvo au groupe chinois Geely pour un prix trois fois inférieur à celui d'achat en 1999, c'est-à-dire \$1,8 milliards (The Economist, 2010c). Selon la firme américaine, Volvo ne pouvait pas suivre la stratégie globale « One Ford » (The Economist, 2009c). L'avantage de la transaction pour Volvo est que la marque va pouvoir s'ouvrir facilement vers la Chine tout en gardant ses usines en Suède et en Belgique. C'est d'ailleurs l'objectif soutenu par le groupe Geely qui voit un réel développement de la marque en Chine (Shirouzu, 2010).

En conclusion, Ford a voulu suivre la vague de fusions des années 90 en espérant rivaliser avec les autres grands constructeurs. Cependant, la firme suédoise n'était pas assez rentable et la crise de 2008 n'a pas été favorable au groupe. Comme beaucoup de rachats après la crise, Geely a saisi une opportunité en rachetant Volvo au bord de la faillite. La firme chinoise pense mettre en commun les ressources entre l'Europe et la Chine.

Partie 2 : Les fusions de Chrysler avec Daimler et Fiat

Chapitre 1 : La fusion entre Daimler et Chrysler

1. Situation du secteur peu avant la fusion.

La fusion entre Daimler-Benz et Chrysler se passe en 1998. Comme nous l'avons vu ci-dessus, cette période est caractérisée par une ouverture au monde et un potentiel venant des pays émergents. Chaque grande région du monde possède ses constructeurs automobiles. Nous retrouvons des marques comme Volkswagen, BMW ou Daimler-Benz en Europe. Les Etats-Unis ont leurs marques telles que General Motors, Chrysler ou Ford. Toyota, Nissan ou Mitsubishi, caractérisent, quant à elles, le Japon.

Ce nombre relativement important de grands constructeurs cause un problème de surcapacité. Les constructeurs produisent plus de voitures que la demande. Les entreprises cherchent donc à fusionner afin de mieux prévoir l'offre et la demande sur le marché.

C'est dans ce contexte que les deux marques allemande et américaine vont se rapprocher afin de mieux faire face à la situation.

2. Daimler-Benz

Daimler-Benz est le plus grand groupe industriel d'Allemagne avec les revenus les plus élevés en 1997 (Weston, 2002). Le groupe possède 4 segments : l'automobile, l'aérospatial, les services et la gestion d'affaires. Il est présent en Europe, en Amérique, au Japon et en Asie.

En 1995, Jürgen Schrempp devient le président du Conseil d'administration. A son arrivée, il décide d'initier un réalignement stratégique afin d'augmenter la compétitivité (Daimler AG, N/A). Les deux segments les plus profitables sont l'automobile avec des véhicules utilitaires et des voitures haut de gamme ainsi que l'aérospatial. La marque allemande est d'ailleurs reconnue pour la qualité de ses moteurs (Weston, 2002). En termes de couverture géographique, Daimler-Benz était fortement présent en Europe mais ne représentait que 1% du marché américain.

3. Chrysler

Chrysler est une firme américaine spécialisée dans l'automobile et dans les services financiers. Cette dernière branche sert principalement à offrir un financement pour les produits de la marque. La firme est reconnue pour la ligne de ses véhicules et sa capacité à apporter de nouveaux designs sur le marché.

Grâce à cela, elle a gagné sa place dans les « Big Three » des constructeurs automobiles américains avec Ford et General Motors.

En termes d'offre de produits, Chrysler était leader sur le marché des SUV.

Même si la marque faisait partie des plus grands constructeurs aux Etats-Unis, elle était pratiquement inexistante en Asie et possédait seulement 1% des parts de marché en Europe (Weston, 2002).

4. Procédure de fusion

4.1. Rapprochement avec la cible

Après avoir établi son plan stratégique, Jürgen Schrempp réalise que les possibilités d'expansion de Mercedes-Benz AG sont limitées (Neubauer, Steger, & Rädler, 2000). Ses conseillers financiers lui proposent de se rapprocher de marques comme Chrysler ou Honda. Cette dernière ne voulant pas devenir dépendante d'une autre marque, le président de Mercedes-Benz AG décida de se rapprocher de Robert J. Eaton, président et CEO de Chrysler Corporation, lors du salon automobile de Détroit. Après avoir analysé ses possibles cibles, M. Schrempp en était venu à la conclusion que Chrysler était le plus petit constructeur du « Big Three » américain et se posait des questions par rapport à ses deux autres concurrents General Motors et Ford.

M. Eaton avait également fait ses recherches et était arrivé à la même conclusion. Il savait qu'il était trop petit et trop domestique face à ses concurrents. Cependant, le président de Chrysler Corporation n'avait pas déduit de cible en particulier.

Les deux sociétés ont rapidement établi les avantages qu'elles pouvaient tirer de ce rapprochement, comme l'indiquent les deux marques dans le Q&A⁴ publié durant l'automne 1998 (Schrempp & Eaton, 1998). Daimler-Benz a compris les possibilités de consolider sa

⁴ Les deux responsables de Daimler-Benz et de Chrysler ont publié un document à l'attention des actionnaires des deux parties. Cette publication reprend les principales conditions et stratégies de la fusion sous la forme d'un question-réponse.

présence dans le marché des véhicules premium aux Etats Unis. Les marques de Chrysler quant à elles permettraient de s'implanter dans des pays à forte croissance comme l'Asie, l'Amérique du Sud ou l'Europe de l'Est sans toucher à l'image de marque de Mercedes-Benz.

Quant à Chrysler, la marque américaine recevra plus facilement des ressources, ce qui lui permettra de s'implanter plus vite sur un marché.

Le tableau ci-dessous nous permet de voir la complémentarité des deux marques suivant les catégories de véhicules.

Unparalleled product breadth							
Product-segm. Price-segm.	Small Car	Mid Car	Large Car	Luxury Car	Pickups	Mini-vans	SUV
Premium	A-class 	C-class 	E-class 	S-class 		Town & Country 	M-class  Grand Cherokee
Standard	Neon 	Cirrus/  Stratus 	Intrepid/  Concorde 	LHS/ 300M 	RAM 	Caravan 	Durango  Cherokee
Economy	smart  Neon 	Breeze 			Dakota 	Voyager 	Cherokee/ Wrangler 
DAIMLERCHRYSLER							

Source : (Schrempp & Eaton, 1998)

4.2. Négociations

Au début du mois de février 1998, les deux entreprises ont commencé à discuter d'une possible consolidation et ont fait part de leur projet aux directeurs financiers de chaque firme. Lors de ces premières discussions, la discrétion était de mise. Seule une poignée de personnes étaient au courant.

M. Schrempp et M. Eaton se sont accordés pour dire qu'il était temps de réduire la surcapacité. Ils ont rapidement découvert que des économies d'échelles pouvaient être faites

en R&D, achat et production. Ce serait aussi une occasion de développer les marques et de se diversifier.

Plus tard dans le mois, la discussion a continué avec les différents conseillers financiers des deux entreprises. Daimler-Benz a fait appel à Goldman Sachs tandis que Chrysler a fait appel à Credit Suisse First Boston afin de parler de la structure de la transaction (Neubauer et al., 2000). Pour les représentants de Chrysler et de Daimler-Benz, le plus important était de maximiser la valeur pour les actionnaires. Plus précisément, il fallait que ce soit sans taxe pour les actionnaires américains de Chrysler mais que ce soit efficient fiscalement aussi pour les actionnaires de DaimlerChrysler AG. C'est pourquoi la fusion a toujours été surnommée la « fusion des égaux ».

Le 2 mars 1998, à Lausanne, MM. Schrempp et Cordes ont rencontré MM. Eaton et Valade pour discuter de la gouvernance et d'une possible structure entre les deux entités. Ils se sont arrêtés sur 3 options : une nouvelle société américaine, une société d'actionnaires allemande (comme Daimler-Benz par exemple) et une société néerlandaise. Le choix de la nationalité va dépendre des coûts fiscaux pour les actionnaires.

Les deux parties ont continué à se rencontrer régulièrement pendant plus d'un mois. Plusieurs points ont été abordés pendant cette période, notamment la valorisation, la structure de gouvernance, la structure fiscale, la manière d'aborder les problèmes transfrontaliers entre les USA et l'Allemagne ainsi que l'organisation éventuelle d'un management qui correspondrait aux deux parties afin de garantir une « fusion des égaux ».

4.3. Décision par le Conseil d'administration

La décision finale doit se faire par le conseil d'administration des deux entreprises. Il est donc important de comprendre les différences entre le conseil d'administration de Chrysler et celui de Daimler-Benz.

Tout d'abord, aux Etats-Unis, le conseil d'administration d'une entreprise est généralement composé d'administrateurs exécutifs et non-exécutifs. Dans le cas de Chrysler, Eaton est un administrateur exécutif, président du conseil mais également CEO de l'entreprise. Les administrateurs non-exécutifs quant à eux sont principalement du secteur bancaire. Ces administrateurs sont désignés annuellement par les actionnaires et peuvent être réélus jusqu'à 70 ans. Cette situation signifie donc que les administrateurs ont leurs responsabilités. Les actionnaires institutionnels ou non peuvent avoir un impact sur l'organisation. Il n'est pas rare d'avoir de la pression financière de la part de fonds d'investissements ou de gros actionnaires.

Lorsque Eaton a annoncé son intention de fusion au conseil d'administration, il les a tenus régulièrement au courant. Le 6 mai, le conseil d'administration de Chrysler donne son feu vert pour la fusion.

Le conseil d'administration allemand de Daimler-Benz est également fortement influencé par ses actionnaires. La différence se trouve principalement dans le système de gouvernance d'entreprise. Une entreprise allemande possède généralement deux conseils : le conseil de gestion et le conseil de supervision. Il ne peut pas y avoir une personne membre des deux conseils.

Le conseil de gestion s'occupe des opérations journalières tandis que le conseil de supervision s'occupe de contrôler la gestion. La moitié des membres du conseil de supervision est élue par les actionnaires tandis que l'autre moitié est élue par les employés.

C'est le 6 mai 1998, après révision des accords par chaque partie que les deux sociétés ont signé l'accord de fusion. Le 7 mai, cet accord était publié et le 14 mai, le conseil de supervision (supervisory board) de Daimler Benz acceptait unanimement la transaction et l'accord de fusion.

4.4. Assemblée Générale

L'assemblée générale des actionnaires des deux sociétés s'est déroulée le 18 septembre 1998. 99,89% des actionnaires de la firme allemande ont donné leur accord tandis que 97,5% des actionnaires de Chrysler Corporation ont accepté l'offre.

4.5. Les termes finaux de la négociation.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, le deal a été annoncé le 6 mai 1998. Les actionnaires de Chrysler recevront 0,6235 action DaimlerChrysler pour chaque action Chrysler qu'ils possèdent. Les actionnaires de Daimler-Benz recevront 1,005 action Daimler Chrysler pour chaque action Daimler-Benz qu'ils possèdent.

Avant la fusion, les actions de Daimler-Benz se négociaient 102,06 dollars tandis que les parts de Chrysler se négociaient 41,44 dollars. Le taux d'échange rendait donc le prix d'achat pour Chrysler à 63,63 dollars ou 41 milliards pour la société en entier.

En termes de structure, Chrysler est devenu une filiale détenue à 100% par DaimlerChrysler AG, la nouvelle firme est donc sous la juridiction allemande. Les actionnaires de Daimler-Benz ont échangé leurs actions contre des actions de DaimlerChrysler. Chrysler s'est renommé DaimlerChrysler Corporation. Les actionnaires ont également le contrôle de DaimlerChrysler AG qui inclut Daimler-Benz (Weston, 2002).

Selon une publication du NY Times en 1998, cet échange d'actions a un coût de 36 milliards de dollars pour Daimler-Benz, ce qui fait de la transaction la plus grande fusion industrielle d'une société américaine par une société étrangère (Andrews & Holson, 1998).

Le prix des actions a augmenté de presque 19% pour Chrysler et presque 8% pour Daimler. De manière générale, le marché a bien accepté cette fusion, de moins au début (voir schéma 2).

La fusion n'a pas non plus apporté beaucoup de problèmes en termes de lois sur la concurrence. Le seul point sur lequel les autorités américaines ont mis l'accent était de voir si Daimler-Benz avait bien aboli l'esclavagisme des Juifs en compensation de ce qu'il s'était passé pendant la deuxième guerre mondiale.

5. Structure de l'actionnariat

Avant la fusion, Daimler AG possédait 75% d'actionnaires européens tandis que Chrysler Corp. détenait 94% d'actionnaires américains. Après cette fusion, l'actionnariat deviendra beaucoup plus équilibré. DaimlerChrysler AG compte 44% d'actionnaires américains, autant d'actionnaires européens (dont 37% est allemand). Les 12% restants viendront d'origines autres qu'européenne et américaine. Les deux actionnaires principaux de Daimler-Benz (Deutsche Bank) et Chrysler Corp. (Tracinda Corp.) restent les actionnaires principaux après la fusion (Schrempp & Eaton, 1998).

6. Situation après la fusion

Bien que la fusion ait entraîné une augmentation du prix de l'action atteignant environ 100\$ en novembre 1998, le prix chuta jusqu'à descendre en dessous de 30\$ en 2001 et le cours restera en dessous de 50\$ l'action jusqu'en 2007 (voir schéma 2). Cela s'expliquerait par deux choses. D'une part, les Américains sont réticents quant à investir dans des sociétés qui ne sont pas basées aux USA. D'autre part, étant donné que l'entreprise était originaire d'Allemagne, elle a été supprimée de l'indice S&P500, laissant de côté les investisseurs de cet indice (Weston, 2002).

Schéma 2 : Evolution de l'action DaimlerChrysler du 2 novembre 1998 au 30 avril 2009.

Source : (Yahoo Finance, 2015)

Un autre problème est survenu dans la rémunération des managers de chaque entreprise. Par exemple, les dirigeants allemands sont payés plus mais reçoivent moins d'avantages. Au contraire, les dirigeants américains reçoivent de gros packages d'options qui représentent souvent un montant supérieur au salaire des managers allemands. Ce type de différence de culture est l'une des plus grandes difficultés à laquelle font face les fusions transnationales (Weston, 2002).

Un problème se pose également avec les syndicats. En Allemagne, ceux-ci peuvent élire les représentants du conseil de supervision. Le problème est que DaimlerChrysler avait déjà ouvert des usines qui ne comportaient pas de syndicats, ce qui a provoqué une courte grève en Allemagne (Weston, 2002).

Après cette fusion, DaimlerChrysler a voulu continuer son expansion, notamment en Asie. L'entreprise a été intéressée par le rachat de Nissan mais cela ne s'est pas concrétisé. Un deal a cependant été conclu avec Mitsubishi le 28 mars 2000. La firme a obtenu 34% des parts de l'entreprise et 3 sièges dans le conseil d'administration de la marque japonaise (Weston, 2002).

Ce rapprochement est logique car il a permis à DaimlerChrysler de renforcer sa présence en Asie par la vente des produits Chrysler chez les revendeurs Mitsubishi. La marque japonaise a l'expérience et les connaissances dans la vente de petits véhicules, ce qui manquait au

groupe germano-américain. Enfin Mitsubishi a beaucoup de connaissances techniques à partager, notamment dans les moteurs diesel à injection directe (Weston, 2002).

Lorsque le prix de l'action a fortement diminué en juillet 2000, les Allemands ont rejeté la faute sur les Américains. Pour eux, Chrysler avait trop de modèles dépassés. Ces derniers avaient pourtant l'intention de redéfinir leur gamme de produits mais ils avaient besoin de cash. D'un autre côté, les analystes s'accordaient aussi pour dire que Daimler avait fortement besoin d'efficacité dans la réduction de coûts (Weston, 2002).

7. Collaboration entre les deux constructeurs

Durant cette petite dizaine d'années de vie commune, des collaborations sont apparues. Il aura quand même fallu attendre 2002 pour que les deux marques partagent une partie de leurs technologies. Par exemple, la Chrysler Crossfire a été développée sur la plateforme d'une Mercedes SLK. Elle est même assemblée en Allemagne (Kranz, 2003). De même, que le Mercedes Sprinter a été commercialisé sous la marque Dodge et Freightliner aux Etats Unis (Phillips, 2003). La Chrysler 300 sera également le fruit de leur collaboration et sera leur seul succès (Lyndon, 2006).

En outre, les deux marques ont également mis en commun certaines pièces de leurs véhicules. Ceci provoquera cependant quelques désaccords, Daimler prétendant que les pièces de Chrysler ne correspondaient pas toujours aux exigences de la marque allemande (The Economist Intelligence Unit, 2007). A la fin de leur collaboration, l'image de la marque Mercedes Benz a même souffert de l'association avec Chrysler.

8. Scission des deux entreprises en 2007.

Suite notamment à la crise dans le secteur automobile citée ci-dessus, Chrysler accumule les pertes et n'est plus capable d'investir afin de renouveler ses équipements.

En février 2007, le groupe d'investissement Cerberus Capital Management rachète 80,1% des parts de Chrysler à Daimler AG pour 7,2 milliards d'euros (Hromadko & Bennett, 2008).

Pour permettre cette transaction, les banques ont prêté 10 milliards sur les 12 demandés. Chrysler a déjà remboursé 2,5 milliards, le reste étant sécurisé par des actifs de Chrysler (Valcourt, 2008).

Ce groupe d'investissement est resté très opaque et n'a laissé transparaître que très peu d'information. Ceci s'explique peut-être par le fait que Chrysler est en mauvaise santé. Selon un journaliste du Magazine Fortune, la valeur de marché de ce holding était très faible (Sloan, 2008). En 2008, la dette de Chrysler n'était évaluée qu'à 50 cents sur le marché. Il ajoute également que les actifs de Chrysler sont recouverts par les dettes. Celles-ci sont évaluées à 9 milliards en 2008. Il est cependant impossible d'avoir plus de précisions étant donné que Cerberus ne publie pas les comptes annuels de la firme de Detroit.

Après la reprise de Chrysler par le fond d'investissement, Daimler AG détient toujours 19,9% du capital de Chrysler. Cependant, les deux groupes ne s'entendent pas et on des différends (Hromadko & Bennett, 2008). Daimler ne garantirait plus les voitures produites après la scission alors qu'il s'y était engagé. Mais de son côté, le groupe d'investissement aurait des problèmes de management. Finalement, nous verrons par la suite que Daimler AG décida de laisser tomber ses 19,9% sans demander de retour.

La stratégie dans le moyen terme de Daimler AG fut alors de rembourser des dettes grâce aux remboursements des prêts intersociété. Daimler souhaitait aussi améliorer la productivité en termes d'heures de 30% (The Economist Intelligence Unit, 2007).

Finalement, le marché a bien accepté la scission. Néanmoins, les coûts de transactions se seraient élevés à 3 milliards (The Economist Intelligence Unit, 2007).

Chapitre 2 : L'acquisition de Chrysler par Fiat

1. Fiat

Fiat, la Fabbrica Italiana Automobili Torino, fut fondée en 1899 à Turin. Le constructeur automobile italien s'est rapidement diversifié en fabricant des bus, des véhicules commerciaux et des moteurs aussi bien pour l'aviation que pour des bateaux. Quelques années plus tard, la firme se diversifie un peu plus en proposant des produits métallurgiques, des wagons, des composants automobiles et industrielles et également des tracteurs. D'année en année, le constructeur met en place des alliances stratégiques et des fusions avec des petits constructeurs ou producteurs italiens (Just Auto, 2010).

En 1969, Lancia rejoint le groupe Fiat. En 1984, le groupe rachète Alfa Romeo et 5 ans plus tard, Maserati.

Dans les années 1990, faisant face à quelques difficultés, la marque investit dans de nouvelles installations mais cela restera sans résultat. L'image de Fiat est au plus bas. Les consommateurs se plaignent de la piètre qualité de ses produits, aussi bien en termes de qualité que de finition.

Dans les années 2000, Fiat recherche des alliances stratégiques afin d'intégrer de nouveaux marchés. Cela marchera entre Fiat et Tata afin de s'installer en Inde. Cela réussira également entre Iveco, la marque de véhicules commerciaux et SAIC afin d'intégrer le marché chinois.

Après la mort de son responsable de l'époque, Gianni Agnelli, le groupe connaît une restructuration. Quelques mois d'incertitudes passeront avant que Sergio Marchionne n'arrive au pouvoir en juin 2004. Il remplace l'équipe dirigeante et coupe sévèrement les coûts. Nous verrons par après que cette stratégie a particulièrement porté ses fruits.

En 2008, le groupe Fiat représente 3,68% des parts de marché mondial et occupe la 10^e place, tout type de véhicule confondu (Organisation Internationale des Constructeurs Automobiles (OICA), 2009).



2. Cerberus Capital Management

Comme nous l'avons vu ci-dessus, Chrysler est passé aux mains de Cerberus Capital Management après avoir éprouvé quelques difficultés avec Daimler. Ce fond rachète 80,1% du capital de Chrysler le 14 mai 2007. Il investit 7,4 milliards de dollars pour ce rachat et Robert Nardelli est promu CEO de la firme américaine (The Economist, 2010a).

Le reste des parts est cependant gardé par Daimler AG qui continue certains développements technologiques ainsi que le suivi des véhicules en Europe.

Cette opération reste un échec pour Daimler qui avait investi 36 milliards lors de la fusion. Cependant, les Allemands voient cette opération d'un bon œil malgré la perte de près de 30 milliards de dollars entre 2006 et ce rachat.

La firme était en position de faiblesse face aux grands acteurs mondiaux. Lors de la crise financière, rien ne s'est arrangé. Suite à la contraction du marché des crédits, la consommation des ménages américains diminue fortement. Or, Chrysler dépendait principalement des ventes de pickups et SUV sur le marché automobile américain.

Tout le groupe Chrysler (Chrysler, Dodge, Jeep et Ram) a dû brader ses modèles face à la crise, à l'augmentation du prix du carburant et surtout face à l'insatisfaction du consommateur.

Fin 2008, le président Bush décide de sortir GM et Chrysler de la faillite. Il octroie donc un prêt de 4 milliards de dollars afin de restructurer la société, réduire la dette et le coût du travail (BBC, 2008). Cette relance était caractérisée par la volonté de sauvegarder la société aux dépens des conditions de travail qui se détérioraient. Cette aide va engendrer un plan de restructuration pour le mois de février 2009 (Zieminski, 2009). Le 18 février 2009, Nardelli, CEO de Chrysler, demande une nouvelle aide au président Obama en échange d'une diminution de 3000 emplois, de l'élimination d'une partie de la production ainsi que de l'arrêt de 3 de ses modèles (BBC, 2009).

3. Rapprochement de Fiat

Le 8 décembre 2008, Marchionne déclare « Fiat ne peut pas survivre à la crise affectant l'industrie automobile si ce n'est par une fusion » (Sivini, 2012). Il fallait que Fiat vende beaucoup plus de véhicules s'il voulait être profitable.

Outre son intérêt pour Chrysler, Marchionne était également intéressé par GM, et plus précisément Opel. Cependant le plan de restructuration envisagé en cas de rapprochement avec Opel n'a pas été accepté en Allemagne en raison du grand nombre de fermeture d'usines et de licenciements que pareille hypothèse aurait entraîné. En outre, le problème avec ce rapprochement aurait été que Fiat serait resté sur son propre marché de base alors qu'avec Chrysler, il peut étendre son positionnement et produire dans des pays où la main d'œuvre est moins chère.

En voyant Chrysler au bord de la faillite, Sergio Marchionne a rapidement compris les possibilités qu'il pouvait y avoir en s'en rapprochant. Il a rapidement montré son intérêt au gouvernement américain. Cependant, il a posé comme condition que le gouvernement devait supprimer les débiteurs et actionnaires actuels, réduire les salaires et restructurer une partie des employés.

Si ces conditions étaient acceptées, il était prêt à relancer Chrysler avec sa technologie. Sa première idée était d'ailleurs de partager la conception et le réseau de distribution de la Fiat 500 au Brésil.

Concrètement, Fiat présenta une lettre d'intention à Obama incluant un plan d'action sur 5 ans. Celui-ci commençait par stabiliser le budget pour 2010 pour ensuite être profitable en 2012. Les ventes passeraient de 1,3 millions de véhicules en 2009 à 2,8 millions en 2014. Pour cela, Cerberus devait augmenter ses investissements de 3 milliards à 4,1 milliards en 2010 puis à 5,7 milliards pour finalement arriver à un total de 23 milliards en 2014. L'objectif étant d'homogénéiser les usines d'assemblage partout dans le monde pour ensuite proposer 16 véhicules, complètement nouveaux ou fortement revus.

Ce rapprochement a été rapidement autorisé par le gouvernement américain. Le groupe de travail désigné par le président Obama et le président du Trésor n'a pas jugé suffisant les plans de restructuration de Nardelli, CEO de Chrysler, ce qui autorisa Fiat à sauver Chrysler.

Ce fut donc une décision politique. En effet, selon Obama, la faillite de la firme de Detroit aurait entraîné 300 000 emplois dont 40 000 directement chez Chrysler, le reste chez les fournisseurs ou les distributeurs.

Néanmoins, pour arriver aux fins de Marchionne, Chrysler a dû se mettre sous la protection du Chapter 11 de la loi sur les faillites aux Etats Unis le 30 avril 2009. A partir de cette date, Daimler AG a complètement abandonné les créances qu'elle avait avec Chrysler, étant donné qu'elle n'avait jamais investi dans des outils de production. Les banques ont également renoncé à une grande partie de leurs prêts tandis que le gouvernement américain a renoncé aux 3,5 milliards de dollars donnés par le président Bush (Sivini, 2012).

Le syndicat des United Auto Workers (UAW) a aussi fait des concessions. Il accepte de suspendre les augmentations salariales, de limiter les avantages lors de prestations d'heures supplémentaires. La moitié de la contribution de Chrysler au fond de sécurité sociale géré par ce syndicat sera payé sous forme de capital plutôt qu'en liquide (Sivini, 2012).

Le Trésor américain a également fait pression sur quatre banques d'investissement, JPMorgan Chase, Goldman Sachs, Citigroup et Morgan Stanley qui possèdent 70% de la dette de Chrysler. Ce groupe de banques détenant 6,9 milliards de dettes garanties (secured loans) a accepté de la réduire à 2 milliards (The Economist, 2009a).

Cette faillite organisée va permettre au gouvernement américain de recevoir 8% du capital de Chrysler et le gouvernement canadien 2%. Un nouveau fond de pension⁵ se forme et reçoit 55% tandis que Fiat commence à obtenir ses premières parts dans la firme américaine à hauteur de 35% (The Economist, 2009a). Néanmoins, Fiat ne recevra pas directement l'entièreté de ses parts, comme nous allons le voir ci-dessous.

4. Début de la reprise de Chrysler par Fiat

Comme nous l'avons observé ci-dessus, Fiat a négocié avec le gouvernement américain et Cerberus afin de racheter petit à petit les parts de Chrysler.

⁵ Ce fond de pension est destiné à fournir une aide médicale aux pensionnés ayant travaillé dans le secteur automobile américain, les United Auto Workers (UAW). Il existait déjà avant la faillite mais il a été réorganisé. Les actifs ont été transférés dans une organisation indépendante, la Voluntary Employee Beneficiary Association (VEBA) (UAW Trust, N/A).

Concrètement, cela se traduit par un échange de la propriété intellectuelle de Fiat contre 20% de la propriété matérielle de Chrysler lors de l'accord conclu après la faillite.

Cet accord contient trois étapes supplémentaires afin d'obtenir les 35% promis par Chrysler. Chacune d'entre elles lui permet d'acquérir 5% des parts de Chrysler si elles sont accomplies. La première étape consiste à produire un moteur économique, le Fully Integrated Robotized Engine (FIRE), dans une usine du Michigan aux Etats Unis. Cela se concrétise le 10 janvier 2011. Fiat a donc augmenté sa part de 20 à 25% (Chrysler Group, 2011a).

Le second objectif était d'atteindre 1,5 milliards de dollars de revenus cumulés en dehors de la région NAFTA (Canada, Mexique et USA). De même, 90% des réseaux brésiliens et européens de Fiat devaient être accessibles à Chrysler. Cet objectif a été atteint au mois d'avril 2011 permettant de passer de 25 à 30% des parts (Chrysler Group, 2011c).

Enfin, le dernier but était de produire aux Etats-Unis une voiture consommant peu de carburant et ce sur base d'une plateforme Fiat. Ce dernier objectif sera interrompu par d'autres transactions.

Le 24 mai 2011, Chrysler rembourse totalement le Trésor américain et le gouvernement canadien à hauteur de respectivement 5,9 milliards et 1,7 milliards de dollars.

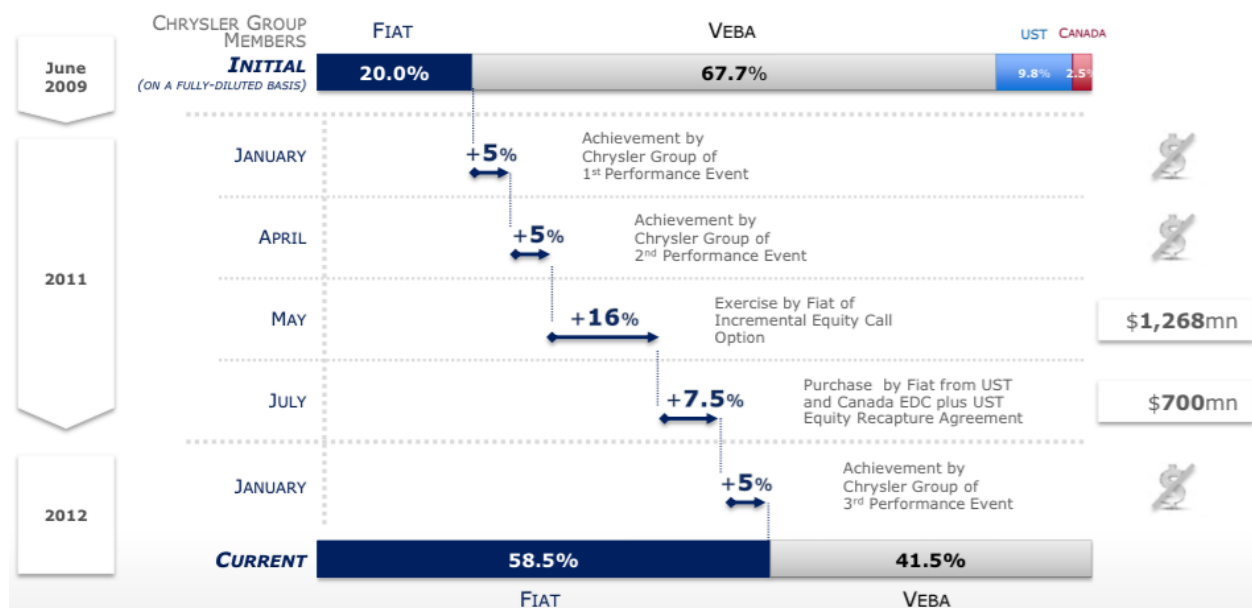
Cette opération fut possible en renouvelant ses financements qui consistent à « 3 milliards de senior secured term loan, 3,2 milliards de secured notes et 1,3 milliards de revolving credit facility » (Chrysler Group, 2011g). Cette opération permet à Fiat et Chrysler de se délester de l'argent du contribuable américain et des intérêts qui en découlent (Pluyette, 2011).

En lien avec les transactions de refinancement, Fiat a fait appel à son « call option » en avril 2011, ce qui lui a permis d'augmenter sa participation de 16% pour atteindre 46% pour 1268 millions de dollars (Fiat, 2012).

Le 21 juillet, Fiat a payé 500 millions pour acheter les 6% que possédait le Trésor américain et 125 millions pour obtenir les derniers 1,5 pourcents du gouvernement canadien. Ces dernières opérations augmentent la participation à 53,5%. De plus, Fiat a payé 75 millions pour obtenir tous les droits que possédait le Trésor américain (Chrysler Group, 2011g).

Enfin, en janvier 2012, Fiat accomplira le 3^e objectif cité ci-dessus, ce qui lui permettra d'obtenir 5% supplémentaires, augmentant les parts à 58,5% (PRNewswire, 2012).

Schéma 3 : Evolution de l'actionnariat de Chrysler Group de juin 2009 à mi 2012.



Source : (Fiat Group, 2012)

5. Méthode de financement

Nous venons de le voir, Fiat a déboursé un peu moins de 2 milliards pour obtenir une partie du capital de Chrysler. La firme italienne a également remboursé les gouvernements américain et canadien pour un montant total de 7,6 milliards de dollars. Pour rendre cela possible, elle a dû contracter des crédits et émettre des obligations.

Par exemple, Morgan Stanley a créé un crédit de 3,5 milliards avec comme échéance deux tranches de 5 et 6 ans. Citigroup a mis sur le marché un autre crédit de 1,5 milliards. Bank of America Merrill Lynch a mis en vente des obligations pour une valeur de 2,5 milliards de dollars avec des maturités de 8 et 10 ans.

Pour ces obligations, Fiat doit payer des intérêts entre 6,5% et 8% pour les obligations émises entre 2009 et 2012. Selon Sivini (2012), ces taux étaient en ligne avec le marché et sont au-dessus des attentes de Fiat.

Les crédits, quant à eux, seront de 4,75% au-dessus du LIBOR avec une base de 1,25€.

Afin de clarifier toutes ces opérations, nous avons listé toutes les émissions d'obligations au travers des comptes annuels de Fiat. Cette liste ne reprend que les dettes contractées depuis 2009, c'est-à-dire le début des négociations.

Tableau 1 : Obligations contractées par Fiat Finance entre 2009 et 2014.

Global Medium Term Notes	Year of issue	Currency	Face value of outstanding bonds (in million)	Coupon	Maturity	Total debt in EUR
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2009	EUR	1.250	9,000%	July 2012	1.250
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2011	EUR	900	6,125%	July 8, 2014	900
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2009	EUR	1.250	7,625%	September 15, 2014	1.250
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2009	EUR	1.500	6,875%	February 13, 2015	1.500
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2012	CHF	425	5,000%	September 7, 2015	353
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2011	EUR	1.000	6,375%	April 1, 2016	1.000
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2012	EUR	1.000	7,750%	October 17, 2016	1.000
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2012	CHF	400	5,250%	November 23, 2016	333
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2012	EUR	850	7,000%	March 23, 2017	850
Fiat Chrysler Finance North America Inc.		EUR	1.000	5,625%	June 12, 2017	1.000
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2013	CHF	450	4,000%	November 22, 2017	374
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2013	EUR	1.250	6,625%	March 15, 2018	1.250
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2011	EUR	600	7,375%	July 9, 2018	600
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2014	CHF	250	3,125%	September 30, 2019	208
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2013	EUR	1.250	6,750%	October 14, 2019	1.250
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2014	EUR	1.000	4,750%	March 22, 2021	1.000
Fiat Chrysler Finance Europe S.A.	2014	EUR	1.350	4,750%	July 15, 2022	1.350
Others		EUR	7			7
Total Global Medium Term Notes			15.732			15.475

Sources : Rapports annuels de Fiat Chrysler Automobile.

A ces obligations s'ajoutent les prêts contractés auprès des banques. Ceux-ci ont doublé entre 2010 et 2014 passant de 6,6 milliards à 12,7 milliards. Selon Sivini (2012), le taux des crédits en 2011 s'élevaient à 4,75% au-dessus du LIBOR avec une base de 1,25%. En 2014, ces taux sont passés à 2,75% au-dessus du LIBOR avec un taux de base de 0,75%.

6. Acceptation de ces dettes par les marchés

Les deux grandes entreprises de notations ont évalué ces produits financiers. Moody's a accordé une note de Ba2 pour le crédit et B2 pour les obligations. Standard & Poor quant à eux ont donné une note de BB- au crédit et B à B+ pour les obligations. Ces notes considèrent les produits financiers comme risqués, mais Marchionne considère les notes comme justes après tous les efforts qu'ils ont effectués.

Cependant, Fiat et Chrysler ont provoqué des interrogations chez certains quant à leur gestion de la dette. En mars 2011, Fiat avait 16,3 milliards d'euros de dette pour 13 milliards de liquidité. Chrysler avait respectivement 9,3 milliards de dettes et 6,8 de liquidité. Ensemble, ils totalisent 25,6 milliards d'euros de dette. Leur situation financière nette négative est tout à fait à l'opposé des entreprises allemandes par exemple qui dégagent des marges plus importantes et qui s'autofinancent.

Ces opérations enchantent pourtant les banques d'investissement. Ces investissements permettent à Chrysler de développer de nouvelles voitures et de mettre à jour des modèles existants. Même la communication marketing fait un bon en s'accordant 2 minutes du rappeur américain Eminem pour la publicité de la Chrysler 200 qui met en avant sa ville d'origine : Detroit (Sivini, 2012).

Les ventes globales augmentent de 668 000 unités en 2009 à 1 000 000 en 2011. Le flux de trésorerie augmente fortement en 2009, passant de 3,7 milliards début 2009 à plus de 12,2 milliards à la fin de la même année (Fiat, 2010).

Par conséquent, Chrysler tire des profits de la vente. Pour y parvenir, les employés ont dû se serrer la ceinture s'ils ne voulaient pas perdre leur emploi.

Fiat a également établi les règles de la convention de travail telles que le salaire minimum, le degré de sécurité de l'emploi,... Les salaires et les avantages sociaux doivent être comparables à ceux des autres entreprises américaines ou étrangères.

Par contre, le gouvernement américain a dû limiter la rémunération des grands dirigeants étant donné qu'une partie des prêts a été octroyée avec de l'argent public. Bien qu'au départ cette limite soit de 500 000 \$ par an jusqu'à 750 000 \$, si on considère d'autres avantages tels que des options, ce plafond a été relevé depuis à 9,5 millions (Sivini, 2012).

7. Création de Fiat Chrysler Automobile et situation actuelle

Après pratiquement 5 ans de négociation, Sergio Marchionne s'accorde avec le syndicat ouvrier (UAW) qui détenait les dernières parts pour les racheter. Le 1^{er} janvier 2014, Fiat a payé 4,35 milliards de dollars afin d'obtenir les 41,46% restant (Lauer, 2014). Peu de temps après, le groupe est renommé Fiat Chrysler Automobile. Enfin, le 13 octobre 2014, FCA est mis en bourse sur le marché de Wall Street (Jacqué, 2014). Cela ressemble plus à un transfert qu'à une réelle introduction car le groupe automobile était déjà présent à la bourse de Milan.

Depuis lors, Fiat continue la croissance du groupe. Sergio Marchionne se rend compte que les meilleurs constructeurs (Toyota, GM et Volkswagen) sont encore loin devant avec une production d'environ 10 millions de véhicules chacun. Il souhaite donc augmenter ses objectifs afin d'être à leur hauteur. Pour cela, il serait prêt à se lancer dans de nouvelles fusions pour augmenter ses parts de marchés ou pour se développer dans de nouvelles régions (Lauer, 2015; Nille, 2015).

Partie 3 : Analyse stratégique et financière des deux fusions

Chapitre 1 : Analyse de la structure du capital

Nous avons jusque maintenant décrit les deux fusions que nous analysons. Cependant, il est intéressant de développer davantage dans les investissements effectués par les entreprises. Ceci nous permettra de mieux comprendre comment elles ont abordé leur fusion et de découvrir les faiblesses ou les avantages liés à ces stratégies d'investissement.

Pour les analyser au mieux, il est intéressant d'observer la structure de capital de chaque entité avant et après leur fusion respective afin d'étudier l'évolution des dettes par rapport au capital.

Dans le but d'avoir une mesure de comparaison homogène entre les fusions et les entreprises, nous avons décidé d'utiliser le ratio financier suivant :

$$\text{Dettes financières} / \text{Fonds propres}$$

L'objectif est de déterminer le taux d'endettement généré par la transaction. Nous avons choisi d'utiliser uniquement les dettes financières car elles sont en lien direct avec la transaction. Nous avons donc mis de côté les dettes commerciales, fiscales, les provisions ainsi que les autres dettes.

Nous reprenons aussi bien la dette financière à long terme que la dette à court terme. Cette dernière est rarement utilisée pour financer des F&A ou d'autres investissements à long terme mais elle comprend les dettes à long terme échéant dans l'année. Il est donc important de la prendre en compte dans notre analyse.

D'un point de vue pratique, nous avons récolté les données à partir des rapports annuels.

1. DaimlerChrysler

Nous allons débiter par l'analyse de la structure du capital de DaimlerChrysler. Pour cela, nous allons aussi bien analyser la structure de Chrysler Corporation et celle de Daimler-Benz. Nous allons observer la structure de la firme américaine et de la firme allemande depuis 1995

jusqu'à 1997, année précédant la fusion (voir annexes 5 et 6). Nous avons choisi de débiter notre analyse en 1995 car nous avons besoin d'un point de comparaison avant la fusion et cette année est caractérisée par les changements stratégiques opérés par le dirigeant de Daimler-Benz.

- Chrysler Corporation

Lorsque nous analysons le capital via le ratio mentionné ci-dessus, nous observons que les dettes financières augmentent de 14,2 milliards de dollars à 15,5 milliards, soit une augmentation de 8,3%.

Le capital reste assez stable, bien qu'une augmentation de moins de 500 millions ait été effectuée. Les fonds propres s'élèvent à 10,959 milliards de dollars en 1995 et 11,571 milliards en 1996 soit une augmentation de 5,6%.

Le ratio « dette financière/fonds propres » se situe entre 1,16 et 1,36.

Tableau 2 : Analyse du capital de Chrysler Corporation.

Chrysler	1995	1996	1997
Financial Debt	14.193	13.396	15.485
Equity	10.959	11.571	11.362
Ratio	1,30	1,16	1,36

(en millions de dollars)

Sources : (Chrysler Corp, 1996, 1997a, 1998)

- Daimler-Benz

Du côté de Daimler-Benz, les résultats sont différents. Les dettes prises en compte ont fortement augmenté, de 22,3 milliards de Deutsche Marks en 1995 à 39,3 milliards en 1997. Ceci représente une augmentation de 76,4% en 2 ans. Ceci s'explique probablement par les plans stratégiques de J. Schrempp.

Les fonds propres ont augmenté de 53,5%, passant de 24,2 milliards de Deutsche marks à 36,3 milliards.

En termes de ratio, Daimler-Benz est moins endetté par rapport à ses fonds propres que Chrysler avec un rapport compris entre 0,92 et 1,08.

Bien que la firme allemande ait fortement augmenté ses dettes, elle a également augmenté son capital, ce qui permet de garder un taux d'endettement autour de 1.

Tableau 3 : Analyse du capital de Daimler-Benz.

Daimler-Benz	1995	1996	1997
Financial Debt	22.285	27.182	39.302
Equity	24.184	27.329	36.255
Ratio	0,92	0,99	1,08

(en millions de Deutsche marks)

Sources : (Daimler-Benz, 1996, 1997, 1998)

- DaimlerChrysler

Nous allons procéder à la même analyse mais cette fois avec les deux entreprises fusionnées (voir annexe 7). Cela nous permettra d'observer les changements que la fusion a provoqués.

Nous observons l'année de la fusion un ratio d'endettement de 1,30, ce qui est en lien avec le ratio d'endettement de Chrysler. Ensuite, nous constatons une forte hausse des dettes financières de DaimlerChrysler AG de 40,4 milliards d'euros en 1998 à 64,5 milliards en 1999 et 84,8 milliards en 2000. Les dettes financières ont donc doublé en deux ans. Le maximum sera atteint en 2001 avec un total de 90,9 milliards d'euros. Ceci s'explique par un plan de recherche et développement de DaimlerChrysler. Celui-ci s'élève à 50 milliards d'euros sur 3 ans (DaimlerChrysler, 1999). Ces investissements servent surtout à développer des usines ainsi qu'à acheter de nouvelles machines.

Durant ces années, le ratio a également augmenté jusqu'à atteindre 2,31 en 2001. Ceci s'explique naturellement par la hausse des dettes financières. Les capitaux propres n'ont pas augmenté de manière aussi drastique que les dettes. Après 2001, ce ratio se stabilise entre 2,17 et 2,26 jusqu'à la scission de la société en 2007. Durant ces années, les dettes diminuent légèrement et oscillent entre 75,7 et 80,9 milliards d'euros tandis que les fonds propres diminuent également légèrement pour se stabiliser à plus ou moins 35 milliards d'euros.

En conclusion, malgré un endettement plus important durant les deux premières années en tant que DaimlerChrysler, la firme germano-américaine a stabilisé son taux d'endettement qui est bien plus élevé que lors de la fusion. Cette situation laissera Chrysler en difficulté lorsqu'elle se séparera de Daimler.

Tableau 4 : Analyse du capital de DaimlerChrysler.

DaimlerChrysler in €	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Financial Debt	40.430	64.488	84.783	90.908	79.112	75.690	76.620	80.932	78.518
Equity	31.058	36.710	42.928	39.421	35.346	34.951	34.450	37.102	34.818
Ratio (en million d'euros)	1,30	1,76	1,98	2,31	2,24	2,17	2,22	2,18	2,26

Sources : (DaimlerChrysler, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007)

2. Chrysler (Cerberus Capital Management)

Comme le confirme Sloan (2008), il est très difficile d'obtenir les données de Chrysler lorsque l'entreprise était détenue par le holding. Cerberus Capital Management n'a pas publié de comptes lorsque la firme américaine était entre ses mains. Nous ne pouvons donc pas effectuer la même analyse que les autres entreprises.

Cependant, le CEO de l'époque, Robert Nardelli, a présenté un plan de restructuration au mois de février 2009 afin d'obtenir de nouveaux financements. Ceci nous permet donc d'évaluer le montant des dettes alors accumulées par la firme américaine. Ce plan de restructuration indique le montant des dettes prévues de 2009 à 2014 (Nardelli, 2009). Ce document décortique en particulier l'année 2009. Nous allons donc sélectionner les prévisions faites pour le mois de janvier 2009. Ceci devrait nous rapprocher au plus de la réalité étant donné que le plan a été publié en février 2009. Il est également important de noter que cela ne correspond pas aux comptes audités par la firme.

A cette époque la dette seule représentait 53,3 milliards de dollars en ne tenant pas compte de l'intérêt des membres négatifs⁶.

Afin de confronter nos sources, nous allons également utiliser un autre bilan non audité de l'année 2008.

⁶ Dans la comptabilité américaine, il est possible de voir apparaître un déficit au niveau du capital des membres. Cela s'explique généralement par des pertes accumulées qui dépassent ce capital. Cela signifierait donc que les actionnaires doivent de l'argent. Cependant, ils ne doivent jamais rembourser étant donné qu'ils ne sont responsables que du capital qu'ils apportent (Bragg, 2013; Clark, N/A).

Tableau 5 : Passif de Chrysler LLC en 2008.

LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY	
CURRENT LIABILITIES:	
Trade Liabilities	\$ 5,739
Accrued Expenses and Other Current Liabilities	12,095
Current Maturities of Financial Liabilities	11,308
Deferred Income	1,516
Deferred Taxes	6
Total CURRENT LIABILITIES	30,664
LONG-TERM LIABILITIES:	
Accrued Expenses and Other Liabilities	20,859
Financial Liabilities	2,599
Deferred Income	957
Deferred Taxes	154
Total LONG-TERM LIABILITIES	24,569
MEMBER'S INTEREST:	
Contributed Capital	2,471
Accumulated Losses	(17,483)
Accumulated Other Comprehensive Loss	(885)
Total MEMBER'S INTEREST (DEFICIT)	(15,897)
TOTAL LIABILITIES AND MEMBER'S INTEREST (DEFICIT)	<u>\$39,336</u>

Source : (Chrysler LLC, 2008)

Dans ce cas la dette de Chrysler s'élevait à 55,233 milliards de dollars. Bien qu'il y ait une différence, nous restons dans le même ordre de grandeur. Par contre, l'intérêt des membres varie considérablement entre les deux sources. Dans la première nous n'avons que 3 milliards de dollars de perte tandis que dans la deuxième source, nous avons un déficit de 15,897 milliards de dollars. Ceci s'explique par le fait que la première source prend en compte des hypothèses de restructurations éliminant une partie du déficit.

A titre de comparaison, en 2007, lorsque Chrysler a été rachetée, Chrysler LLC a remboursé à Daimler pour 24,7 milliards d'euros de dettes (Daimler, 2008). L'entreprise allemande possédait toujours des dettes de Chrysler pour un montant d'environ 2 milliards. Ce montant était provisoire étant donné que Daimler avait plusieurs garanties envers Chrysler.

Bien qu'il soit difficile de confirmer ces montants à 100%, les dettes de Chrysler auraient doublé lors de sa crise.

3. Fiat

Nous avons également décidé d'analyser la structure financière de Fiat avant et pendant la fusion. Nous avons donc pris une période de 10 ans d'analyse. L'importance dans ce cas est d'étudier l'évolution de la dette au cours des années. Contrairement à DaimlerChrysler, la fusion est toujours d'actualité et s'est effectuée en plusieurs étapes. La période d'analyse doit donc être plus longue afin de prendre en compte toutes les émissions d'obligations par exemple.

Outre la période de rapprochement des deux sociétés, nous avons décidé d'élargir notre période d'analyse afin de prendre en compte la crise qui a touché le secteur automobile. C'est pourquoi nous commencerons notre analyse à partir de 2005⁷. De plus, nous avons observé une période de crise dans le secteur automobile ainsi qu'une crise financière. Il est donc intéressant d'observer la structure du capital de 2005 à 2014.

3.1. Fiat

Notre première analyse va porter sur la société Fiat lorsqu'elle était seule entre 2005 et 2010⁸ (voir annexe 8). Cette période représente les débuts de Sergio Marchionne à la tête de la firme italienne. Comme nous l'avons vu ci-dessus, il est arrivé au sein la société dans le but de la redresser. Cela se remarque dans l'endettement.

Nous observons une baisse de la dette de 2005 à 2007 ainsi qu'une augmentation des fonds propres. Ces deux éléments permettent d'avoir un ratio d'endettement également en baisse passant de 2,76 en 2005 à 1,61 en 2007. Nous remarquerons néanmoins que Fiat a été touché par la crise financière de 2008 avec une augmentation des dettes de 4,5 milliards, soit pratiquement 25% d'augmentation. Cette augmentation a continué en 2009 avec notamment une émission de 4 milliards d'euros (voir Tableau 1). Dans ce cas, il est difficile de définir si cette augmentation est liée à la crise ou si c'est une préparation à une quelconque acquisition. En tout cas, l'année 2009 est synonyme des premières négociations entre les deux firmes et le plan de développement de Fiat est déjà clair.

⁷ Par souci d'homogénéité, nous avons décidé de commencer notre analyse en 2005 car Fiat a changé de normes comptables (IAS) cette année-là.

⁸ En 2011, le groupe Fiat Chrysler Automobile n'existe pas encore. Cependant, cette année a été caractérisée par l'accomplissement de plusieurs objectifs ainsi que le remboursement augmentant les parts de Fiat dans Chrysler à plus de 50%. C'est également en 2011 que les comptes des deux entreprises ont été consolidés.

L'année 2010 est caractérisée par une forte baisse de la dette (-27%). Ceci s'explique par la scission de la division industrielle (agricole et de construction) et du groupe contenant les marques automobiles (Fiat, 2011).

Nous remarquons donc que durant cette période, Sergio Marchionne a réussi à contrôler l'endettement de la firme italienne. Cependant, il a été rattrapé par la crise de 2008 qui a causé une augmentation de son endettement en 2008-2009.

Tableau 6 : Analyse du capital de Fiat Group.

Fiat	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Financial Debt	25.950	20.293	18.139	22.581	28.991	21.059
Equity	9.413	10.036	11.279	11.101	11.115	12.461
Ratio	2,76	2,02	1,61	2,03	2,61	1,69

(en millions d'euros)

Sources : (Fiat, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

3.2. Fiat Chrysler Automobile

A partir de 2011, Fiat a acquis une certaine part de Chrysler. Cela se remarque en termes d'endettement avec une augmentation de plus de 6 milliards d'euros entre 2010 et 2011. L'endettement a encore légèrement augmenté en 2012 et 2013. Enfin, en 2014, Fiat détient 100% des parts de Chrysler ce qui engendre une nouvelle augmentation de la dette pour atteindre 34,5 milliards d'euros.

Les fonds propres n'augmentent pas beaucoup. Ceci engendre une forte augmentation du ratio d'endettement (+48,5% entre 2010 et 2014). En 2014, nous nous retrouvons cependant avec un ratio d'endettement moins élevé qu'en 2009 lors de la crise ou même qu'en 2005 (voir Tableau 7).

Tableau 7 : Analyse du capital de Fiat Chrysler Automobile.

Fiat Chrysler Automobile	2011	2012	2013	2014
Financial Debt	27.201	28.090	30.039	34.472
Equity	12.260	13.173	12.584	13.738
Ratio	2,22	2,13	2,39	2,51

(en millions d'euros)

Sources : (Fiat, 2012, 2013, 2014; Fiat Chrysler Automobile, 2015).

4. Comparaison avec le marché

Bien que les ratios ci-dessus nous donnent une idée de l'endettement des firmes, il est difficile de déterminer si celui-ci est élevé ou non. C'est pourquoi, nous avons décidé de comparer les différents cas analysés avec d'autres entreprises du secteur. Dans ce graphique, nous avons repris tous les ratios analysés précédemment ce qui nous permet de mieux observer leur évolution. Nous y avons ajouté deux groupes : Volkswagen AG (VAG) et Toyota. Nous avons choisi le premier pour la même raison que dans le contexte ci-dessus. VW a connu plusieurs vagues de fusions et acquisitions et tout comme Fiat Chrysler Automobile, le groupe allemand a utilisé l'endettement comme méthode de financement. Il est donc intéressant d'observer le ratio durant les deux périodes de concentration.

Nous avons également choisi Toyota car c'est le leader automobile à l'heure actuelle. De plus, Toyota n'a pas effectué de transaction ces dernières années, ce qui signifie que la firme japonaise n'a pas dû déboursier pour un quelconque rachat.

Schéma 4 : Evolution du ratio Dettes/Capitaux Propres dans le secteur automobile.



Lorsque nous observons le graphe (voir Schéma 4), nous remarquons que les entreprises ont un ratio différent les unes des autres. Généralement, il se situe entre 1 et 3. Bien que la différence soit peu importante, cela signifie quand même que certaines entreprises ont autant

de dettes que de fonds propres tandis que d'autres ont 3 fois plus de dettes. La différence va donc du simple au triple.

4.1. DaimlerChrysler

Le graphe nous montre que Daimler a connu une augmentation de son taux d'endettement jusqu'en 2001. Ensuite celui-ci se stabilise et reste moins élevé que des firmes comme Fiat ou le groupe Volkswagen. Le groupe DaimlerChrysler est d'ailleurs le seul à montrer une certaine stabilité au milieu des années 2000. Cependant, après la scission, Daimler montre une instabilité et a tendance à augmenter sa dette ces dernières années.

4.2. Fiat

Quant à Fiat, nous observons une forte augmentation de la dette à la fin des années 90. Le groupe connaît une crise à cette période et les ventes sont au plus bas. Fiat est d'ailleurs la seule firme de notre analyse ayant un ratio dépassant 3. Néanmoins, à partir de 2004 et la venue de Sergio Marchionne, nous voyons une forte baisse de l'endettement. Comme nous l'avons vu ci-dessus, la firme italienne a été touchée par la crise de 2008. Tout comme Daimler, la tendance actuelle semble être également à la hausse.

4.3. Volkswagen AG

Le groupe allemand connaît les mêmes tendances que nos deux cas d'analyse. Le groupe VAG a été touché par la crise dans le secteur durant les années 2000 ainsi que par la crise financière de 2008. Cependant, la tendance actuelle est stable et tourne autour de 1,5. Le groupe est donc plus stable financièrement et moins endetté que Fiat Chrysler Automobile et Daimler.

Contrairement aux deux autres cas, les périodes de fusions (1998 et 2010) ne sont pas caractérisées par une augmentation de l'endettement.

4.4. Toyota

L'entreprise nipponne nous montre une tendance tout à fait différente des autres. La firme est beaucoup plus stable et le ratio est plus faible. Cela signifie que Toyota a une meilleure maîtrise de ses dettes et celles-ci sont plus faibles. Le risque financier est donc moins important.

En conclusion, nous remarquons que toutes les firmes analysées ont été touchées par le contexte économique défavorable du début des années 2000 ainsi que par la crise de 2008. Cependant, nous voyons que Fiat a tendance à être plus volatile que ses concurrents. Enfin, Fiat Chrysler Automobile et Daimler AG connaissent une augmentation de leur taux d'endettement ces dernières années alors que leurs concurrents se stabilisent.

Chapitre 2 : Analyse du chiffre d'affaire

Après avoir analysé la structure du capital et l'endettement des deux firmes, il nous semblait intéressant de nous pencher également sur leurs résultats. L'objectif derrière cela est d'observer si les fusions ont eu un impact sur ce dernier.

Pour ce faire, nous allons utiliser un indicateur de performance très souvent utilisé par les analystes : l'EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization).

Comme son nom l'indique, celui-ci reprend le résultat sans prendre en compte les intérêts financiers, les taxes, les dépréciations et amortissements (Berk et al., 2013).

Nous allons cependant ajuster cet indicateur en supprimant tout élément exceptionnel comme par exemple les ventes de machines ou les programmes de restructurations. Notre objectif est d'analyser les revenus liés au commerce (dépendances opérationnelles comprises).

D'un point de vue pratique, nous continuerons à appeler notre indicateur EBITDA.

Après avoir calculé cet indicateur, nous allons l'utiliser dans le ratio suivant :

$$\text{Dettes financières} / \text{EBITDA}$$

Ce ratio va nous permettre d'évaluer la quantité de dettes financières par rapport aux résultats opérationnels de l'entreprise. En d'autres termes, nous allons observer si les investissements effectués par l'entreprise portent leurs fruits. Généralement, si la quantité de dettes d'une entreprise est plus de 5x supérieure à l'EBITDA, son endettement sera trop important par rapport à sa capacité à générer du profit (VB, 2014; ZoneBourse, N/A). Vernimmen (N/A) précise aussi que le ratio doit être inférieur à 3 si l'on veut assurer une certaine sécurité.

Nous allons maintenant analyser les résultats des deux fusions séparément et nous les comparerons par la suite.

1. DaimlerChrysler

Peu de temps après la fusion, nous observons que l'EBITDA augmente de plus de 25% passant de 14,6 milliards à 18,7 milliards d'euros. La valeur ajoutée va également augmenter à hauteur de 13% (voir annexe 9). Lorsque l'on observe le compte de résultats de ces années-

là, nous observons que le chiffre d'affaire augmente fortement de 1998 à 1999 (voir annexe 9).

Comme nous l'avons observé dans le contexte ci-dessus, le début des années 2000 va être caractérisé par une crise dans le secteur automobile. C'est pourquoi, nous observons un EBITDA qui varie d'année en année oscillant entre 15,3 milliards et 18 milliards d'euros. Lorsque nous observons en détail les comptes de résultat, nous remarquons que le chiffre d'affaire varie entre 136 milliards et 152 milliards d'euros.

Naturellement, ces variations ont un impact également sur notre ratio qui varie entre 4,4 et 5,8 dans les années 2000. Ces montants indiquent que l'endettement fut parfois trop élevé face à l'EBITDA, notamment en 2001 et 2005 où le rapport était supérieur à 5.

Il est difficile d'observer une réelle tendance dans le cas de DaimlerChrysler. Nous observons une certaine augmentation du résultat les deux premières années. Si nous comparons cela au cours de l'action DaimlerChrysler (voir schéma 2), nous pouvons affirmer que cela correspond à un effet bénéfique de la fusion.

Cependant, après l'an 2000, nous avons observé un EBITDA beaucoup plus variable ainsi qu'un chiffre d'affaire instable. Nous pouvons relier cela au contexte économique qui fut également précaire et qui a eu un impact direct sur les ventes.

Enfin, comme nous l'avons observé ci-dessus, l'industrie automobile ne peut pas s'adapter facilement au contexte économique. Elle ne peut pas adapter sa production et ses coûts à chaque fois que la demande varie. C'est pourquoi nous observons ces variations dans notre ratio d'analyse.

DaimlerChrysler	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Financial Debts	40.430	64.488	84.783	90.908	79.112	75.690	76.620	80.932	78.518
EBITDA	14.661	18.674	17.938	15.533	18.036	15.298	15.917	15.901	17.051
Ratio	2,76	3,45	4,73	5,85	4,39	4,95	4,81	5,09	4,60
(en million d'euros)									

Sources : (DaimlerChrysler, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007).

2. Fiat Chrysler Automobile

Lorsque nous analysons Fiat à partir de 2009 (voir annexe 10), nous observons que l'EBITDA augmente de manière pratiquement constante de 3,9 milliards d'euros en 2009 à 8 milliards en 2014, soit le double. Cependant, les années 2009 et 2010 doivent être considérées de manière particulière. D'une part, 2009 est une année fortement impactée par la crise financière. Nous observons une forte baisse des revenus (-14%). L'année 2010, quant à elle, a été marquée par la scission de la division industrielle (construction et agricole) et de la division automobile. Les revenus ont donc également fortement diminués.

A partir de 2011, c'est-à-dire lorsque Chrysler a été incorporé dans les comptes de Fiat, nous observons une augmentation constante de l'EBITDA et une diminution pendant 3 ans du ratio. Ceci s'explique bien entendu par l'insertion des ventes de Chrysler dans le groupe Fiat mais cela peut également s'expliquer par le succès de la Fiat 500 en Amérique (Chrysler Group, 2011e). Depuis 2012, le ratio est donc considéré comme raisonnable étant donné qu'il est compris entre 3 et 5 (VB, 2014).

FCA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Financial Debts	22.581	28.991	21.059	27.201	28.090	30.039	34.472
EBITDA	6.209	3.909	3.460	5.848	7.928	7.918	8.023
Ratio (en millions d'euros)	3,64	7,42	6,09	4,65	3,54	3,79	4,30

Sources : (Fiat, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014; Fiat Chrysler Automobile, 2015).

3. Comparaison des résultats

Dans le cas de DaimlerChrysler, nous avons remarqué que les résultats dépendaient fortement du contexte économique. Nous observons des variations d'année en année et non une tendance générale. Son ratio est aussi généralement plus élevé que celui de FCA. Durant les dernières années, il variait entre 4,6 et 5,1 ce qui le rend risqué par le monde scientifique.

Lorsque nous observons FCA, nous remarquons une tendance croissante de l'EBITDA. Celui-ci a d'ailleurs doublé de 2009 à 2014. Le ratio varie entre 3,54 et 4,3 depuis 2012, ce qui est considéré comme raisonnable.

Bien que les chiffres semblent montrer que les résultats de FCA sont positifs à la suite de la fusion, nous émettrons quelques réserves.

D'une part, si nous omettons les événements exceptionnels, nous portons une analyse sur 4 ans avec FCA (2011 à 2014) tandis que la période de DaimlerChrysler est de 7 ans (2000 à 2006).

D'autre part, le contexte économique après la crise est plus favorable pour FCA. Nous sortons d'une grande crise financière, les entreprises ont été très affectées et elles essaient de retrouver l'état dans lequel elles étaient avant 2008. Naturellement, cela se traduit par une croissance.

En conclusion, cette analyse nous indique que le ratio est légèrement plus favorable pour FCA même si les différences sont faibles. Nous observons que DaimlerChrysler a été assez fébrile durant les années de coopération. Les dettes ont été légèrement plus importantes par rapport à l'EBITDA que Fiat.

Par contre, Fiat nous confirme que son endettement est maîtrisé dans le sens où le ratio est moins élevé en 2014 qu'en 2011 (année de l'incorporation de Chrysler dans les comptes de Fiat).

Chapitre 3 : Comparaison des deux fusions

L'objectif de ce chapitre est de comprendre les différences entre les fusions et d'analyser les choix stratégiques des entreprises. Pour cela, nous allons utiliser les informations que nous avons regroupées ci-dessus afin de comprendre la logique et l'intention que chaque entreprise avait lors de la fusion.

Nous allons commencer par analyser les stratégies d'investissement effectuées par Daimler et par Fiat. Nous considérerons aussi bien les investissements financiers que les investissements stratégiques qui ont permis de réaliser la fusion et de la rendre la plus bénéfique possible.

Nous allons ensuite analyser si le contexte a eu une influence sur les fusions.

Enfin, nous terminerons ce chapitre en essayant de comprendre le futur du groupe Fiat Chrysler Automobile.

1. DaimlerChrysler

Pour rappel, la fusion entre Daimler AG et Chrysler Corporation se passe en 1998. Cette période est caractérisée par une concentration de plusieurs industries. Les marchés se globalisent et nous observons une augmentation des fusions et acquisitions.

Plus précisément, l'industrie automobile voit apparaître une nouvelle demande de la part des pays émergents. Certains constructeurs craignent de se faire dépasser par leurs concurrents, notamment japonais qui apportent une certaine qualité que beaucoup de constructeurs occidentaux n'ont pas.

Plusieurs constructeurs voyant venir la menace et ne se sentant pas aptes à survivre seuls, commencent à rechercher de nouveaux partenaires. C'est notamment le cas de Daimler AG et Chrysler Corporation.

Tous les deux sentent la pression extérieure et pensent qu'il est utile de se rapprocher afin de bénéficier de nouveaux marchés et de synergies. Les constructeurs occidentaux mettent leur compétition de côté et préfèrent collaborer afin de contrer les menaces provenant des marchés orientaux.

Daimler-Benz et Chrysler ont été les précurseurs dans ce mouvement : ils ont rapidement compris qu'ils devaient mettre leurs forces en commun et profiter d'une complémentarité afin de devenir l'un des plus grands groupes automobiles mondiaux.

Nous allons parcourir les éléments contextuels et financiers afin de mieux comprendre les hauts et les bas de cette fusion.

1.1. Accord des organisations de la concurrence

Bien que cette fusion soit la plus chère à l'époque, les organisations américaines et européennes contre les rapprochements monopolistiques ne semblent pas s'inquiéter de cette fusion. L'opération semble être bénéfique pour toutes les parties. A l'époque Chrysler est le plus petit constructeur du Big Three. Il produit 2,9 millions de véhicules (Chrysler Corp, 1997c) tandis que ses compatriotes GM et Ford produisent respectivement 7,5 et 6,5 millions de véhicules (Organisation Internationale des Constructeurs Automobiles (OICA), 1998). Chrysler est donc particulièrement faible par rapport aux deux autres constructeurs.

La fusion a aussi pour objectif de se développer sur le marché européen. Or les marques américaines sont peu présentes sur ce marché, la fusion représente donc une bonne opportunité pour se développer dans cette région. Il est donc légitime que les autorités internationales laissent la fusion se concrétiser.

1.2. Choix financiers

- Méthode de paiement

La volonté de mettre les deux entreprises sur le même pied d'égalité est le maître mot de cette fusion. Dans ce cas, le choix de la méthode de paiement est aisé. Seul le paiement en actions permet une fusion sans acquéreur ni cible.

Un deuxième objectif était de rendre l'opération fiscalement neutre pour les deux parties. Les deux entreprises ont donc choisi le pays le plus avantageux pour les actionnaires : l'Allemagne.

- Investissements

Même si le paiement s'est fait en actions et n'a pas demandé de sortie de liquidité, le nouveau groupe n'a pas attendu avant d'investir.

Peu de temps après la fusion, DaimlerChrysler a investi en recherche et développement et dans la rénovation de ses infrastructures. Comme nous l'avons vu ci-dessus, les dettes ont doublé entre 1998 et 2001. Ceci s'explique par un programme d'investissement de 50 milliards en 3 ans (DaimlerChrysler, 1999)

Lorsque nous analysons plus en profondeur ces investissements, nous voyons que cela sert à sécuriser les futurs investissements du groupe ainsi qu'à développer de nouveaux modèles ou de nouvelles usines. Aussi bien la marque américaine que la marque allemande développent leurs produits de manière indépendante.

1.3. Choc des cultures

Beaucoup expliquent l'échec de la fusion par un problème culturel (Badrtalei & Bates, 2007; Weber & Camerer, 2003; Weston, 2002). Les attentes des dirigeants américains et allemands étaient très différentes. Alors que ces derniers sont orientés vers les affaires et l'entreprise, les Américains ont une vision orientée vers les actionnaires. Cela a donc créé des tensions et des mésententes.

1.4. Raisons de l'échec

Après avoir analysé les différents aspects de cette fusion, nous pouvons avancer un aperçu des raisons de l'échec de ce rapprochement.

- Daimler n'a pas assumé son rôle de leader

Le premier argument qui nous vient à l'esprit est le fait que Daimler a fait la promotion d'une fusion des égaux alors que Chrysler a très rapidement été mis au second plan.

Dès les premières négociations, nous avons pu comprendre que Daimler avait la main sur Chrysler. Avant même la fusion, certains analystes ont rapidement déduit que Daimler-Benz était l'acquéreur de Chrysler. Les journalistes du New York Times ont défini que « le deal serait la plus grande fusion industrielle de l'histoire et la plus grande acquisition d'un firme américaine par un acheteur étranger » (Andrews & Holson, 1998).

Les objectifs étaient clairs et définis à l'avance. La firme allemande a voulu entrer dans un nouveau marché où les voitures premium n'étaient pas encore installées. Au contraire pour Chrysler, l'Europe était déjà bien quadrillée par les constructeurs milieu de gamme comme Volkswagen, Fiat, Renault ou PSA.

Pour couronner le tout, même le responsable a été évincé pour laisser sa place à un ancien exécutif de Mercedes, Dieter Zetsche.

Cet ensemble de décisions unilatérales a d'ailleurs valu des problèmes juridiques avec les actionnaires du groupe. Dès 2000, les investisseurs ont attaqué en justice le groupe et principalement Daimler pour avoir promis une fusion des égaux (Reuters, 2000). Finalement, M. Kerkorian, à la base de cette poursuite judiciaire, n'obtiendra pas raison mais cela montre bien la position dominante des acteurs allemands (Hakim, 2005).

- Les investissements financiers ne sont pas partagés

D'un point de vue financier, nous avons observé que les dettes augmentaient fortement peu après la fusion. Or nous avons constaté que ces investissements ne servaient pas à mettre en commun leurs connaissances.

D'un côté, il était difficile de produire des véhicules en commun. Daimler produit sous sa marque Mercedes des véhicules premium tandis que Chrysler construit des véhicules de milieu de gamme. Chacun a son segment et il n'est pas nécessaire de mélanger les produits au risque de cannibalisation. Les deux marques ont cependant collaboré pour créer la Chrysler 300. Bien que ce ne fut pas un échec, ses ventes n'ont jamais décollé.

D'un autre côté, DaimlerChrysler aurait pu investir à d'autres niveaux. Le premier concerne le réseau de distribution. Les deux marques possèdent leur propre région. Or nous n'avons pas vu de réelle mise en commun de leur réseau. Nous n'avons pas vu Chrysler dans le réseau Mercedes et vice versa. Or cela aurait permis quelques synergies.

- Les deux firmes n'ont pas mis en commun leurs connaissances

Enfin, il aurait été intéressant de mettre en commun leurs connaissances. Daimler connaît très bien le marché européen et Chrysler le marché américain. Or il n'y apparemment pas eu de réels échanges de connaissance car Chrysler a continué à produire des véhicules de type pickup et SUV très appréciés par les Américains mais peu par les Européens. C'est d'ailleurs ce point qui l'a mené à sa perte en 2007 lors de la crise automobile américaine.

En conclusion, l'échec repose principalement sur une mauvaise collaboration entre les deux constructeurs. Jemison et Sitkin (1986) avaient mis en évidence l'importance de développer un plan stratégique après la fusion. Or ce ne fut pas réellement le cas avec DaimlerChrysler. Nous n'avons pas observé de réels partages de connaissances ou de technologies. Nous avons plutôt observé deux constructeurs qui se sont ouvert leurs portes mais qui ne se sont pas serrés les coudes pour offrir ce qu'ils pouvaient faire de mieux.

Certes les différences culturelles sont un obstacle à franchir, mais cela concerne beaucoup de fusions et d'acquisitions.

2. La création de Fiat Chrysler Automobile

Le contexte de cette fusion est très différent de ce qu'il se passait à la fin des années 90. A cette période, le marché était compétitif et la course aux parts de marché était lancée.

Dans le cas de Fiat et Chrysler, le contexte industriel est plus délicat. Le secteur a déjà vécu des difficultés de 2004 à 2007. Mais en 2008, c'est la catastrophe pour un grand nombre de secteurs. Evidemment, l'industrie automobile n'est pas épargnée. Beaucoup d'entreprises sont au bord de la faillite, en témoigne le cas de Chrysler détenu par Cerberus Capital Management, un groupe d'investissement.

2.1. Intervention de l'Etat américain pour Chrysler

Comme nous l'avons vu ci-dessus, Chrysler est fortement endetté et au bord de la faillite. Au mois de décembre 2008, le président George W. Bush observe que les ventes chutent dans le Big Three. GM et Chrysler sont particulièrement touchés. Afin d'éviter la perte de milliers d'emplois et d'une partie de l'histoire économique américaine, le président décide d'aider les deux entreprises à hauteur de 13,4 milliards à condition de restructurer chacun de son côté (BBC, 2008). La présidence passe ensuite aux mains de Barack Obama et celui-ci a pour objectif de prendre le relais dans cette affaire. Il met en place un groupe de travail, la *Presidential Task Force in the Automotive Industry*, dans le but de gérer la crise dans le secteur.

Au début 2009, les deux firmes de Détroit mettent en place une stratégie de restructuration en fermant des usines et en mettant au chômage près de 50 000 personnes. Ceci leur permet de recevoir une deuxième aide gouvernementale de 21,6 milliards de dollars (BBC, 2009).

Cette situation bouleverse complètement le contexte car si elle n'avait pas eu ces aides gouvernementales, Chrysler aurait été une entreprise fortement endettée, ce qui induit plusieurs conséquences. D'une part, les firmes se portant bien n'auraient pas souhaité reprendre Chrysler car elles n'auraient probablement pas voulu entacher leur bilan avec un nombre important de dettes. Elles auraient peut-être perdu leur crédibilité face aux investisseurs et cela leur aurait empêché d'investir dans la recherche et le développement.

D'autre part, les sociétés déjà endettées n'auraient probablement pas pris le risque de prendre à charge une autre entreprise très endettée également. La période de crise financière vécue à l'époque, le coût de la dette et le risque important rendaient la situation suicidaire.

Cette intervention des deux présidents américains fut donc une aubaine pour tout intéressé par Chrysler. Derrière leurs décisions se trouve une volonté de garder à tout prix la société. Ils ont d'ailleurs montré publiquement leur support pour GM et Chrysler.

Finalement, Sergio Marchionne a bien compris le message ; c'est pourquoi il s'est tourné vers Chrysler. Il est conscient qu'il est le sauveur de Chrysler et que le gouvernement serait prêt à faire des concessions pour que l'entreprise perdure.

Sans cette décision gouvernementale, il est difficile de croire que le CEO de Fiat aurait porté autant d'intérêt pour Chrysler.

2.2. Stratégies d'investissement

Bien évidemment, ce support gouvernemental ne suffit pas à la réussite d'une fusion. Les stratégies d'investissement de Fiat sont très différentes de celles que l'on a pu observer avec Daimler. Sergio Marchionne a revu sa façon d'investir dans Chrysler et a rapidement mis en commun ses connaissances.

- **Méthode de paiement**

Le caractère exceptionnel de cette fusion s'explique par le fait que Fiat a réussi à obtenir 35% des parts de Chrysler sans déboursier un euro. Le groupe turinois a simplement mis à disposition de Chrysler des technologies.

L'acquisition s'est faite en cash. Ceci s'explique tout d'abord par le fait que les gouvernements possédaient des parts dans Chrysler. Un échange par action n'aurait donc pas été possible. En effet, il y a peu de chance que les gouvernements acceptent des actions d'une firme italienne.

De plus, en temps de crise, il est déconseillé d'utiliser l'échange d'actions comme méthode de paiement. Les actions n'offrent pas de garantie de gain. Or en période de crise, les risques peuvent être très importants, a fortiori lorsque la cible est au bord de la faillite (Campa & Hernando, 2009).

- **Investissements financiers**

Nous l'avons vu ci-dessus, les investissements effectués par Fiat ont particulièrement augmenté à l'annonce du rapprochement. Cela peut paraître surprenant en période de crise mais Fiat a réussi à convaincre les marchés afin d'obtenir les financements désirés. Cependant, nous remarquons que les marchés financiers sont plus averses au risque. Nous

l'observons avec les taux d'intérêts des premières obligations émises. Nous nous trouvons avec des taux de 7,5-8%.

Contrairement à ce que l'on pourrait croire, ces investissements n'ont pas servi à acheter Chrysler comme nous avons l'habitude de voir lors d'une acquisition. Fiat a progressivement obtenu ses parts après avoir atteint certains objectifs. Ce n'est qu'après avoir obtenu plus de 30% que Fiat a commencé à acquérir des parts de Chrysler au travers d'investissements. Néanmoins, ceux-ci correspondaient à un remboursement de dettes gouvernementales et non à un achat de parts à proprement parler.

Sergio Marchionne a donc utilisé une stratégie spécifique lui permettant d'obtenir une grande partie des parts sans les acheter. Cependant, afin d'obtenir ces parts, Fiat a dû effectuer d'autres investissements liés à la mise en commun des connaissances.

- Mise en commun des connaissances

Daimler et Chrysler étaient complémentaires à tout niveau. Daimler offrait sa propre gamme de produits dans une région du monde et Chrysler proposait une complémentarité en offrant d'autres produits dans d'autres régions. Mais comme nous l'avons observé ci-dessus, ils n'ont pas assez profité de cette caractéristique en mettant clairement en commun leur réseau de distribution ou leurs connaissances en général.

Au contraire, dans le cas de Fiat et Chrysler, ils sont moins complémentaires. Ils partagent quelques gammes de produits mais ils ont une complémentarité régionale. Sergio Marchionne a rapidement compris que ceci peut apporter des économies d'échelle que DaimlerChrysler n'avait pas. Nous avons remarqué dans notre analyse de la fusion que rapidement Fiat a partagé ses plateformes et ses moteurs. DaimlerChrysler l'a fait plus timidement. Ils ont développé la Chrysler 300 en commun et partagé quelques pièces mais nous n'avons pas observé de partage de plateforme ou de technologie comme on peut le voir par exemple entre les marques de Volkswagen qui utilisent une plateforme pour une dizaine de modèles.

Fiat Chrysler Automobile semble être mieux parti en termes de partages de technologie. Actuellement, Fiat et Jeep ou Lancia et Chrysler partagent tout le véhicule mais sous des marques différentes selon la région dans laquelle il est vendu. Par exemple, la Chrysler 300 est vendue en Amérique du Nord tandis que la Lancia Thema est vendue en Europe (hors Grande Bretagne et Irlande). La voiture est identique à l'extérieur. L'intérieur a été revu pour correspondre aux standards européens. Quant aux moteurs, le bloc essence est issu de Chrysler et le diesel est développé par Fiat.

Cependant, cette solution ne peut être que temporaire. Chaque marque a son propre ADN et nous ne pouvons pas dire que Chrysler et Lancia aient la même image auprès du consommateur. Ceux-ci commencent à s'en rendre compte, c'est pourquoi le groupe FCA devra développer de nouvelles collaborations.



Chrysler 300



Lancia Thema

Bien que Fiat mette beaucoup de technologies entre les mains de Chrysler, la firme italienne réussit à investir de nouveaux horizons avec ses produits. La Fiat 500 est notamment un grand succès outre atlantique alors que ce n'est pas une gamme de voiture préconisée par les Américains. Ceux-ci semblent donc oublier l'image désastreuse que Fiat avait aux Etats-Unis à la fin des années 80.

En conclusion, d'un point de vue stratégique, Fiat et particulièrement son CEO Sergio Marchionne, ont réussi à acquérir Chrysler au meilleur moment. L'intervention de l'Etat américain a permis d'avoir un soutien financier et sa volonté de garder la firme de Détroit a aussi permis à Marchionne d'imposer ses règles. Fiat et Chrysler ont rapidement mis en commun leurs technologies et leurs réseaux de distribution, ce qui leur permet de réduire leurs coûts et d'augmenter leurs marchés.

3. La fusion de Daimler et Chrysler aurait-elle fonctionné de nos jours ?

Il est difficile de donner une réponse unique à cette question. Comme nous l'avons observé, les entreprises en elles-mêmes ont changé. La situation financière de Chrysler en 1998 et 2008 était tout à fait différente. En 1998, Chrysler se portait bien d'un point de vue financier, seule sa taille était trop petite pour pouvoir concurrencer les grands acteurs.

Si nous nous posons la question de savoir si une fusion entre Chrysler et Daimler se serait reproduite 10 ans plus tard, rien n'indique que le rapprochement aurait été possible. Bien évidemment, ce cas de figure nécessite de prendre l'hypothèse que rien ne s'est passé avant entre les deux autres entreprises.

En 2008, Chrysler se porte très mal, elle est au bord de la faillite et reçoit des aides gouvernementales lui permettant de garder la tête hors de l'eau. Ceci en fait une proie vulnérable pour de possibles acheteurs, nous l'avons bien vu avec Fiat. Le fait que les gouvernements américain et canadien aident cette entreprise montre que les Etats ne sont pas prêts à laisser tomber en faillite l'entreprise. Comme nous l'avons vu avec Fiat, Marchionne a établi ses règles face aux différents gouvernements. Or logiquement, c'est aux Etats de réguler ce genre de transaction.

Cette situation est donc positive pour tous les potentiels acheteurs car ils mettent en évidence une position de vulnérabilité. Aussi bien l'Etat que le personnel de Chrysler étaient prêts à faire des concessions pour sauver la marque.

Si nous nous penchons sur le type de fusion, il aurait été impossible pour Daimler de faire une fusion « des égaux » dans ce contexte. En effet, la marque allemande a bien mieux survécu à la crise que Chrysler. Il est donc difficile de croire que Daimler aurait accepté de se mettre au niveau de la firme américaine. Dans ce cas, nous aurions plutôt fait face à une acquisition.

Ensuite, les objectifs principaux de Daimler étaient de trouver une entreprise partenaire qui lui permettrait d'avoir accès à un nouveau marché, en l'occurrence l'Amérique du Nord, et de diminuer les coûts en partageant certaines technologies.

Le premier objectif a été atteint entre-temps. Même si l'on pourrait croire que la croissance de Mercedes sur le marché américain est due à Chrysler, nous considérerons que ce n'est pas le cas. Depuis plusieurs années, les trois marques premium allemandes BMW, Audi et Mercedes sont en forte croissance aux Etats-Unis. Ceci s'explique principalement par le marché du luxe qui n'a pas connu la crise et qui ne cesse de grandir (Simonet, 2015).

Ceci dit, les parts de marché restent faibles par rapport à d'autres constructeurs, ce qui pourrait laisser une volonté de croître dans cette région.

Par contre, il est difficile de croire que Daimler accepterait de partager ses technologies avec Chrysler. En effet, lorsqu'une entreprise fait face à des difficultés, il est difficile de penser que celle-ci investit beaucoup dans la recherche et le développement. Chrysler n'aurait donc pas su innover et apporter de nouvelles technologies à Daimler.

D'un point de vue stratégie d'investissement, nous aurions toujours le choix entre le cash et les actions.

Nous supposerions qu'une transaction en actions serait très difficile à mettre en œuvre. En effet, comme nous l'avons vu ci-dessus, cette méthode prend du temps car elle demande l'approbation des conseils d'administration, des actionnaires et des organisations financières. De plus, elle engendre des frais de gestion supplémentaires. Dans une période de crise où l'entreprise est au bord de la faillite, le temps a de l'importance.

La transaction se serait donc faite en cash comme l'a fait Fiat. Mais contrairement aux banques et marchés italiens, il est peu probable que les organisations financières allemandes acceptent un tel financement en pleine crise. Comme nous l'avons vu avec Fiat, l'acheteur doit souscrire plusieurs prêts afin de financer la transaction. Cette augmentation de la dette augmente donc les risques pour les entreprises et les actionnaires. Les banques allemandes étant réputées pour être averses au risque en temps de crise, il y a peu de chance que Daimler puisse mettre sur le marché autant d'obligations que Fiat a pu le faire.

En conclusion, bien que Chrysler soit une proie facile pour une entreprise qui a survécu à la crise, le contexte diffère de manière trop importante que pour observer un rachat par une firme comme Daimler. Les risques sont trop importants par rapport aux enjeux de la transaction. Or, depuis quelques années, Mercedes se focalise principalement sur ses concurrents directs Audi et BMW. Le fait de se tourner vers une marque proposant des véhicules de milieu de gamme risque de détériorer l'image de marque de Mercedes.

4. Fiat Chrysler Automobile va-t-elle connaître le même sort que DaimlerChrysler ?

Il est très difficile de répondre à une telle question à l'heure actuelle. Cependant, tentons de répondre avec ce que nous connaissons déjà.

4.1. Culture des deux entreprises

Comme beaucoup de chercheurs l'indiquent, l'échec de DaimlerChrysler s'explique principalement par une différence de culture. Les attentes des managers allemands étaient beaucoup plus pointues que celles des responsables américains.

A première vue, une différence culturelle pourrait apparaître entre les Italiens et les Américains. Alors que ces derniers cherchent plus à séduire les actionnaires, les Italiens

cherchent à séduire les consommateurs par l'émotion. Le design des véhicules a toujours été très important et raffiné. Alfa Romeo, par exemple, a toujours été synonyme de voitures élégantes et design. La nouvelle Fiat 500 est également très à la mode et le groupe n'hésite pas à renforcer cette image en s'associant avec des créateurs de mode comme Gucci. Au contraire, les Américains cherchent des voitures pratiques qui se vendront bien. Aux Etats-Unis, nous retrouverons principalement des voitures imposantes comme les pickups et les grandes familiales.

Mais bien que M. Marchionne soit d'origine italienne, cet entrepreneur a vécu principalement au Canada. Il a donc acquis son expérience dans un environnement anglo-saxon. La firme Fiat a d'ailleurs observé la différence de culture lors de son arrivée à la tête de la firme italienne en 2004. Depuis son arrivée, Marchionne a pris beaucoup de risques et mis de côté l'aspect social. Nous l'avons d'ailleurs vu avec la reprise de Chrysler. Ce dirigeant n'hésite pas à supprimer des emplois ou des avantages sociaux afin de rétablir la santé de son entreprise. M. Marchionne est donc en lien avec les attentes américaines.

Les deux entreprises semblent donc marcher dans la même direction d'un point de vue structurel. Cependant, les Italiens vont-ils accepter de nouvelles mesures drastiques ? Fiat est l'un des plus grands employeurs italiens et est apprécié par la population. L'arrivée du nouveau CEO a marqué un changement. Le peuple voit d'un mauvais œil les décisions prises par le CEO de Fiat. Les Italiens remettent en cause la volonté de délocaliser la production et la grande rémunération de Sergio Marchionne. Lors de l'arrivée du premier ministre Renzi, l'Etat italien s'est interposé pour empêcher Fiat de délocaliser.

Enfin, l'Italie est un pays très nationaliste, le peuple a donc peur de perdre l'identité d'une des plus grandes firmes du pays.

4.2. Mode de financement

Fiat a joué un grand coup en obtenant une grande partie des parts sans rien déboursier. Cela lui a permis d'acquérir la firme américaine à moindre coût. Elle a donc pu faire des économies précieuses qui lui permettent de garder de l'argent pour l'expansion du groupe.

Malgré cela, nous avons observé que Fiat a fait appel aux marchés obligataires pour un montant de 15 milliards depuis 2009 (voir tableau 1). A cela, nous devons également ajouter autant les dettes contractées auprès des banques. Naturellement, le taux d'endettement a augmenté. Il se situait aux alentours de 3,4, c'est-à-dire que Fiat Chrysler Automobile possède plus de 3x plus de dettes que de fonds propres. Ce taux était bien moindre avant la crise (2,17).

Lorsque nous avons comparé l'endettement à l'EBITDA, nous avons cependant remarqué que ce ratio restait raisonnable. Les dettes sont 4,3x plus élevées que l'EBITDA, or le risque devient critique à partir d'un ratio de 5.

Quant aux taux d'intérêt, nous observons qu'ils ont tendance à diminuer depuis les premières émissions d'obligations en 2009. Cette année, nous avons des taux d'intérêts largement plus élevés que les taux nationaux. Le taux des obligations se situait aux alentours de 7,5-8% tandis que le taux des obligations italiennes sur 10 ans variait entre 4 et 4,5%. Or depuis 2012, les obligations de Fiat s'alignent sur les obligations italiennes (voir annexe 11) c'est pourquoi, nous observons des taux beaucoup moins importants en 2014 (voir tableau 1). Malgré cette amélioration, les agences de notation restent négatives avec la firme de Turin.

Bien que la concurrence ait déjà eu des taux aussi hauts, le niveau d'endettement reste très élevé. Comme nous l'avons observé ci-dessus, la dette peut coûter cher à une firme. Or nous restons dans un climat de crise et il n'est pas impossible de devoir faire face à une nouvelle chute. Ce scénario pourrait être alors dramatique et nous pourrions revivre l'épisode de Chrysler et GM en 2008.

4.3. Stratégie future de Fiat Chrysler Automobile

Sergio Marchionne est persuadé que le secteur automobile ne va survivre qu'avec une poignée de constructeurs. Seuls les groupes ayant la capacité de produire 6 millions de voitures par an persisteront (Welsh, 2011).

En 2014, Fiat a produit 4,7 millions de véhicules. Bien qu'il se rapproche de son objectif, les plus grands producteurs font mieux avec plus ou moins 10 millions de véhicules produits pour le top 3 constitué de Toyota, Volkswagen et GM. C'est pourquoi, la fusion avec Chrysler ne lui semble pas suffisante.

D'une part, le CEO de Fiat souhaiterait se débarrasser de sa branche de luxe Ferrari. Cette firme ne va pas l'aider à atteindre ces objectifs mais elle reste très profitable. C'est pourquoi, Fiat a soumis un dossier en juillet 2015 afin de rendre cela possible quelques mois plus tard. Fiat commencerait pas placer 10% des parts de Ferrari à la bourse de New York (Palierse, 2015). Selon Sergio Marchionne, Ferrari vaudrait au moins 10 milliards de dollars. Les courtiers quant à eux l'estiment entre 5 et 10 milliards de dollars (Reuters, 2015a). Comme nous l'avons vu dans les sections ci-dessus, le taux d'endettement de Fiat augmente d'année en année. Cette transaction permettrait donc de libérer de la liquidité et d'alléger l'endettement.

Dans la même optique, le groupe recevrait des offres d'achat pour son équipementier Magnetti Marelli. Selon Reuters (2015c), « FCA pourrait vendre cette filiale à 100% en tout ou partie mais aucune décision définitive en ce sens n'a encore été prise ». Tout comme le cas de Ferrari, cette transaction estimée à plusieurs milliards d'euros permettrait d'absorber une partie de l'endettement contracté ces dernières années.

D'autre part, selon Nille (2015), nous pourrions également observer une nouvelle fusion dans les prochaines années. Fiat Chrysler n'est pas présent en Asie et particulièrement en Chine. Ceci pourrait donc devenir une nouvelle opportunité pour la marque italo-américaine.

FCA a d'ailleurs déjà contacté le géant General Motors à deux reprises (Lauer, 2015). Bien que cette action semble impossible en voyant la différence de taille entre les deux firmes, Sergio Marchionne compte sur le soutien de hedge funds pour y arriver.

Rien ne confirme cependant une réelle négociation entre les firmes mais tout nous laisse croire que FCA est toujours à la recherche d'une nouvelle proie pour atteindre la taille des plus grands constructeurs automobiles.

Conclusion

1. Conclusion générale

Notre travail avait pour objectif d'analyser l'impact des stratégies d'investissement sur les fusions dans le secteur automobile. Nous avons organisé notre recherche de manière à comprendre le contexte, détailler nos cas d'étude et déterminer les stratégies d'investissement et leurs impacts.

La **première partie** consistait à comprendre les avantages d'une F&A et à rechercher les éléments la rendant infructueuse. Dans ce chapitre, nous avons également compris l'importance des choix stratégiques entrepris à chaque étape de la fusion et du mode de paiement utilisé.

Ensuite, l'analyse du secteur nous a montré l'émergence de deux vagues de fusion. La première, à la fin des années 90, a été caractérisée par la compétition grandissante et l'importance de produire beaucoup afin de survivre. Ensuite, suite à une crise sectorielle et financière, certains constructeurs en ont profité pour secourir les entreprises au bord de la faillite afin de développer de nouveaux groupes.

Selon de nombreux auteurs, ces deux vagues de fusions provoqueraient une concentration du secteur. Nous avons timidement confirmé ces affirmations au travers de l'indice Herfindahl.

La **deuxième partie** détaille de manière approfondie les fusions de DaimlerChrysler et Fiat Chrysler Automobile. Nous retiendrons surtout le surendettement de Chrysler et sa faillite en 2009. Nous mettrons également en évidence les politiques financières et stratégiques mises en place par Sergio Marchionne afin d'obtenir plus de 50% des parts sans dépenser plus de 10 milliards de dollars.

La **troisième partie** débute par deux analyses de la dette. La première étudie le taux d'endettement par rapport aux capitaux propres. Les résultats de DaimlerChrysler nous indiquent une augmentation de ce ratio sur une période de trois ans avant de se stabiliser jusqu'à la fin de la fusion autour de 2,25.

Le cas de Fiat et Chrysler ne montre pas de réelle tendance, d'une part parce que la fusion est très récente et d'autre part parce que les deux firmes ont été touchées par la crise financière.

Nous remarquons cependant que le taux d'endettement lors des deux fusions est plus élevé que d'autres entreprises du secteur.

Nous avons ensuite complété cette analyse en comparant les dettes avec l'EBITDA. Cette étude nous a montré que le taux d'endettement était parfois trop risqué par rapport aux revenus engendrés. Les résultats sont cependant plus favorables pour le groupe FCA.

Ces deux ratios ont donc mis en évidence l'augmentation du taux d'endettement lors de fusion. Cela est inévitable lorsque les entreprises mettent en place des stratégies d'investissement. Cependant, cela augmente le risque et rend l'entreprise plus vulnérable. Il est donc important de garder une stratégie financière dynamique afin de pallier les facteurs extérieurs défavorables.

Ensuite, le chapitre suivant met en évidence les éléments qui caractérisent les deux cas d'analyse. Outre le fait que certaines politiques augmentent fortement les dettes, nous avons observé l'importance de mettre en place des stratégies communes et des collaborations entre les deux entreprises. Par exemple, DaimlerChrysler a fait la promotion d'une fusion des égaux. Selon nos observations, c'est probablement la base du problème. Il n'y a pas eu de réelle prise de décision de la part de Daimler alors qu'il était considéré comme l'acquéreur. L'objectif derrière cela était de ne pas devoir déboursier du cash lors de la transaction. Rapidement, nous avons observé un manque de collaboration entre les deux parties. Chacun a investi de son côté et nous n'avons pas vu de réelle mise en commun des connaissances. Par contre, Fiat s'est servi des possibilités de collaboration pour diminuer les coûts de transaction et pour s'installer dans de nouvelles régions. Cela lui a permis d'acquérir Chrysler et d'augmenter son volume de vente.

Selon ces deux cas, les stratégies de collaboration seraient donc particulièrement bénéfiques et indispensables.

Nous avons ensuite complété notre analyse en mettant en évidence l'effet du contexte économique sur les fusions et acquisitions. Pour cela, nous avons tenté d'inverser les deux fusions et nous avons conclu que le contexte jouait un rôle crucial. Même si certaines stratégies peuvent jouer en la faveur ou non d'une fusion, les facteurs extérieurs auront parfois un impact beaucoup plus important. Par exemple, la crise automobile américaine a eu raison de Chrysler. Par contre, l'aide gouvernementale promulguée par les Etats Unis en la faveur de Fiat fut un facteur crucial. En effet, après quelques négociations, Fiat a pu acquérir 35% sans dépenser un centime ce qui lui a donné un avantage certain en termes de stratégie de financement.

Finalement, les stratégies entreprises par Fiat semblent plus favorables que dans le cas de DaimlerChrysler. Le groupe italien a rapidement fait des économies et mis en places des stratégies lui permettant de conquérir de nouveaux marchés, de développer des nouvelles technologies et surtout de renforcer les liens avec Chrysler.

Seul l'endettement risque de lui être fatal. Nous retiendrons néanmoins les scissions prévues de certaines de ses branches afin de libérer de la liquidité.

2. Limite de la recherche

Notre étude a principalement été limitée par les données que nous avons récoltées. Celles-ci provenaient principalement des rapports annuels des entreprises. Or, bien qu'il existe des normes internationales, les firmes gardent une marge de manœuvre pour les rédiger. Chaque rubrique des comptes consolidés n'inclut pas forcément les mêmes éléments dans chaque entreprise.

Afin de pallier cela, nous avons dû sélectionner des sections différentes afin d'obtenir ce que nous souhaitions. Il est donc probable que pour un même terme, par exemple les dettes financières, nous ne prenions pas en compte exactement la même notion. Lors de nos analyses, nous avons peut-être comparé des éléments légèrement différents, ce qui peut ajouter un biais à notre analyse.

Ensuite, les données fournies dans les rapports annuels ne sont pas détaillées. Il nous était impossible d'obtenir des précisions sur les coûts et les investissements. Nous avons donc un montant total mais nous ne pouvions pas le rapporter à des investissements en particulier. Il n'a pas donc été possible de vérifier de manière précise si un investissement en particulier avait un impact sur les résultats des entreprises.

De plus, bien que nos analyses se basent sur des documents officiels, il nous est impossible d'être complètement objectif dans ce que nous observons.

En effet, les données analysées peuvent être très différentes d'une entreprise à une autre. Nous avons vu des entreprises avec 3 fois plus de dettes que d'autres, pourtant nous ne pouvons pas considérer cela forcément comme quelque chose de négatif. Nous ne pouvons donner qu'une réponse subjective basée sur les analyses effectuées.

Enfin, nous sommes bien conscient de n'avoir couvert qu'une petite partie de l'analyse d'une fusion. Nous nous sommes concentré sur les stratégies d'investissement. Mais nous aurions pu nous intéresser à d'autres aspects liés à ces fusions, le champ d'étude des fusions étant à ce point riche et diversifié.

D'une part, nous avons observé que le contexte économique jouait un rôle crucial dans la santé d'un rapprochement stratégique. Il aurait été intéressant de se pencher sur les problèmes qu'a connus le secteur automobile américain au milieu des années 2000. Les ventes de véhicules ont fortement chuté, ce qui a provoqué la perte de Chrysler.

Ensuite, nous savons que les organisations et autorités nationales et internationales de protection de la concurrence ont une grande part de responsabilité dans les fusions et acquisitions. Elles sont à même d'annuler une transaction si elles décident que le rapprochement est anti-concurrentiel. Il aurait donc aussi été très instructif d'analyser les conditions d'acceptation européenne et américaine lors des deux fusions.

Toutefois, nous avons rapidement observé que les autorités de la concurrence n'avaient pas joué un rôle crucial dans nos deux analyses. C'est pourquoi, nous avons préféré nous concentrer sur les subtilités stratégiques utilisées dans les deux transactions.

Bibliographie

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidences and Perspectives on Mergers. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Andrews, E. L., & Holson, L. M. (1998). SHAPING A GLOBAL GIANT: THE OVERVIEW; DAIMLER-BENZ WILL ACQUIRE CHRYSLER IN \$36 BILLION DEAL THAT WILL RESHAPE INDUSTRY. Consulté le 24/05/2015, via <http://www.nytimes.com/1998/05/07/business/shaping-global-giant-overview-daimler-benz-will-acquire-chrysler-36-billion-deal.html>
- Ash, K. (2012). Audi buys Ducati for £708 million. Consulté le 21/07/15, via <http://www.telegraph.co.uk/motoring/motorbikes/9213571/Audi-buys-Ducati-for-708-million.html>
- Badrtalei, J., & Bates, D. L. (2007). Effect of Organizational Cultures on Mergers and Acquisitions: The Case of DaimlerChrysler. *International Journal of Management*, 24(2), 303-317.
- BBC. (2008). Bush unveils \$17.4bn car bail-out. Consulté le 29/05/2015, via <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7791999.stm>
- BBC. (2009). US car giants seek \$21bn funding. Consulté le 29/05/2015, via <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7893574.stm>
- Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J., Ford, G., Mollica, V., & Finch, N. (2013). *Fundamentals of corporate finance*: Pearson Higher Education AU.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347.
- Boone, A. L., & Mulherin, J. H. (2009). Is there one best way to sell a company? Auctions versus negotiations and controlled sales. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(3), 28-37.
- Bragg, S. (2013). What does negative stockholders' equity mean? Consulté le 22/07/15, via <http://www.accountingtools.com/questions-and-answers/what-does-negative-stockholders-equity-mean.html>
- Burt, T., Simonian, H., & Tait, N. (1999). Ford buys Volvo cars for \$6.5bn: Move adds to pressure on rivals to find partners. *Financial Times*, p. 1.
- Business Insider. (2015). Cruise Control. Consulté le 13/05/15, via <http://uk.businessinsider.com/car-companies-of-the-world-2015-2?r=UK?r=US>
- Business Monitor International. (2000). Consolidation, more alliances seen in auto industry (pp. 3). London: Business Monitor International.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2009). Cash, access to credit, and value creation in M&As: Banco de Espana.
- Chrysler Corp. (1996). Annual Report 1995.
- Chrysler Corp. (1997a). *Annual Report 1996* consulté sur <http://www.secinfo.com/dsvR3.85v.htm - 2004>
- Chrysler Corp. (1997c). Annual Report 1998.
- Chrysler Corp. (1998). Annual Report 1997.
- Chrysler Group. (2011a). Chrysler Group LLC Meets First of Three Performance Events; Fiat Increases Ownership to 25 Percent. Auburn Hills: Chrysler Group.
- Chrysler Group. (2011c). Chrysler Group LLC Meets Second of Three Performance Events; Fiat Increases Ownership to 30 Percent: Chrysler Group.
- Chrysler Group. (2011e). Chrysler Group LLC Reports May 2011 U.S. Sales Increased 10 Percent, Best May Sales Since 2008 [Press release]
- Chrysler Group. (2011g). Q2 2011 Press Release [Press release]

- Chrysler LLC. (2008). Consolidated Balance Sheet of Chrysler LLC and its Consolidated Subsidiaries as December 31, 2008 [Press release]
- Clark, K. (N/A). What does negative shareholder equity on a balance sheet mean? Consulté le 22/07/15, via <http://www.investopedia.com/ask/answers/08/negative-shareholder-equity.asp>
- Cremer, A. (2014). VW's Scania bid succeeds, clears way for truck alliance. Consulté le 21/07/15, via <http://www.reuters.com/article/2014/05/13/us-volkswagen-scania-idUSBREA4C0BH20140513>
- Culot, H. (2010) *LLSMF2008 - Droit des affaires*. Université Catholique de Louvain.
- Daimler. (2008). *Annual Report 2007* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1488194_DAI_2007_Annual_Report.pdf
- Daimler AG. (N/A). Company history. Consulté le 13/04/2015, via <http://www.daimler.com/dccom/0-5-1324891-1-1324904-1-0-0-1345593-0-0-135-0-0-0-0-0-0-0.html>
- Daimler-Benz. (1996). *Annual Report 1995* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364416_1995_Daimler-Benz_Annual_Report.pdf
- Daimler-Benz. (1997). *Annual Report 1996* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364413_1996_Daimler-Benz_Annual_Report.pdf
- Daimler-Benz. (1998). *Annual Report 1997* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364411_1997_Daimler-Benz_Annual_Report.pdf
- DaimlerChrysler. (1999). *Annual Report 1999*.
- DaimlerChrysler. (1999). *Annual Report 1998* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364408_1998_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf
- DaimlerChrysler. (2000). *Annual Report 1999* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364405_1999_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf
- DaimlerChrysler. (2001). *Annual Report 2000* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364403_2000_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf
- DaimlerChrysler. (2002). *Annual Report 2001* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364399_2001_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf
- DaimlerChrysler. (2003). *Annual Report 2002* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364395_2002_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf
- DaimlerChrysler. (2004). *Annual Report 2003* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364393_2003_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf
- DaimlerChrysler. (2005). *Annual Report 2004* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364377_2004_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf
- DaimlerChrysler. (2006). *Annual Report 2005* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364375_2005_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf

- DaimlerChrysler. (2007). *Annual Report 2006* consulté sur http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1364373_2006_DaimlerChrysler_Annual_Report.pdf
- Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.
- Fiat. (2006). *Annual Report 2005* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2005/BilConsUK.pdf
- Fiat. (2007). *Annual Report 2006* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2006/BilancioUK_completo.pdf
- Fiat. (2008). *Annual Report 2007* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2007/BILANCIO_2007_ING.pdf
- Fiat. (2009). *Annual Report 2008* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2008/BilancioConsolidato_UK_ott.pdf
- Fiat. (2010). *Annual Report 2009* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2009/Annual_report_totUK_2009.pdf
- Fiat. (2011). *Annual Report 2010* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2010/Relazione_Finanziaria_UK.pdf
- Fiat. (2012). *Annual Report 2011* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2011/Fiat_AnnualReport_2011_ENG.pdf
- Fiat. (2013). *Annual Report 2012* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2012/FiatGroup_Annual_Report_2012_ENG.pdf
- Fiat. (2014). *Annual Report 2013* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2013/2013_annual_report.pdf
- Fiat Chrysler Automobile. (2015). *Annual Report 2014* consulté sur http://www.fcagroup.com/en-US/investor_relations/financial_information_reports/annual_reports/annual_reports/FCA_2014_Annual_Report.pdf
- Fiat Group. (2012). *2011: a strong finish to start a new life as global carco*. Torino.
- Francoeur, C. (2005). Les opérations de fusions et acquisitions internationales sont elles rentables? *Gestion*, 30(3).
- Fuhrmans, V. (2012). How Will Volkswagen Ownership Affect Porsche? Consulté le 11/2/2015, via <http://blogs.wsj.com/drivers-seat/2012/07/06/how-will-volkswagen-ownership-affect-porsche/>
- Hakim, D. (2005). Kerkorian Loses His Suit Against DaimlerChrysler. Consulté le 01/07/2015, via http://www.nytimes.com/2005/04/08/automobiles/kerkorian-loses-his-suit-against-daimlerchrysler.html?_r=0
- Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in the market for corporate control. *Journal of Business*, 60(1), 75-95.
- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529-560.

- Hromadko, J., & Bennett, J. (2008). Corporate News: Daimler-Cerberus Fight Over Chrysler Intensifies. *Wall Street Journal*.
- Humphrey, J., & Memedovic, O. (2003). *The global automotive industry value chain: What prospects for upgrading by developing countries?*
- Investing.com. (2015). Rendement de l'obligation - Italie 10 ans. Consulté le 22/07/15, via <http://fr.investing.com/rates-bonds/italy-10-year-bond-yield>
- Investopedia. (N/A). Herfindahl-Hirschman Index - HHI. Consulté le 13/03/2015, via <http://www.investopedia.com/terms/h/hhi.asp>
- Jacqué, P. (2014). Sergio Marchionne, « casseur » de codes. Consulté le 25/07/15, via http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/10/13/sergio-marchionne-casseur-de-codes_4504922_3234.html
- Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate Acquisitions: a Process Perspective. *Corporate Acquisitions: a Process Perspective*, 11(1), 145-163.
- Just Auto. (2010). Fiat: 2010 company profile (2 ed., pp. 13-18).
- KPMG. (2010). *KPMG's Global Auto Executive Survey* consulté sur <https://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Global-Auto-Survey-2010.pdf>
- KPMG. (2011). *KPMG's Global Automotive Executive Survey* consulté sur <https://www.kpmg.com/FR/fr/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Automotive-Survey-2011.pdf>
- KPMG. (2013). *KPMG's Global Automotive Executive Survey* consulté sur <https://www.kpmg.com/KZ/ru/IssuesAndInsights/ArticlesAndPublications/Documents/KPMGs-Global-Automotive-Executive-Survey-2013.pdf>
- KPMG. (2014). *KPMG's Global Automotive Executive Survey* consulté sur <http://www.osd.org.tr/yeni/wp-content/uploads/2014/01/KPMG-Global-2014.pdf>
- Kranz, R. (2003). Karmann set to double Chrysler Crossfire output if vehicle becomes hit. Consulté le 22/07/15, via <http://autoweek.com/article/car-news/karmann-set-double-chrysler-crossfire-output-if-vehicle-becomes-hit>
- Lauer, S. (2008). Industrie Automobile: les raisons de la crise. Consulté le 24/4/15, via http://www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2008/11/19/industrie-automobile-les-raisons-de-la-crise_1120685_1101386.html
- Lauer, S. (2014). Fiat avale Chrysler et ses 12 milliards de dollars de trésorerie. Consulté le 20/06/2015, via http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/01/02/fiat-avale-chrysler-et-ses-12-milliards-de-dollars-de-tresorerie_4342170_3234.html?xtmc=fiat_avale_chrysler_et_ses_12_milliards_de_dollars_de_tresorerie&xtcr=1
- Lauer, S. (2015). Fiat tenté par une fusion avec General Motors. Consulté le 13/06/15, via http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/06/09/fiat-tente-par-une-fusion-avec-general-motors_4650545_3234.html
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *The academy of Management Review*, 8(2), 218-225.
- Lyndon, N. (2006). Motoring: Chrysler 300C Touring. Consulté le 22/07/15, via <http://www.telegraph.co.uk/culture/3653877/Motoring-Chrysler-300C-Touring.html>
- Meier, O., & Schier, G. (2012). *Fusions acquisitions-Stratégie. Finance. Management: Stratégie. Finance. Management* (3rd ed.): Dunod.
- Nardelli, B. (2009). Chrysler Restructuring Plan for Long-Term Viability [Press release]

- Neubauer, F., Steger, U., & Rädler, G. (2000). The Daimler/Chrysler Merger: the involvement of the boards. *Corporate Governance: An international review*, 8(4), 375-387.
- Nille, J. (2015). Quel avenir en bourse pour Ferrari? *L'Echo*.
- Organisation Internationale des Constructeurs Automobiles (OICA). (1998). WORLD MOTOR VEHICLE PRODUCTION BY MANUFACTURER.
- Organisation Internationale des Constructeurs Automobiles (OICA). (2009). Production mondiale de véhicules par constructeur.
- Organisation Internationale des Constructeurs Automobiles (OICA). (2014). Production mondiale de véhicules par constructeur.
- Oxford Analytica. (1999). WESTERN EUROPE: Auto Consolidation (pp. 1). Oxford: Oxford Analytica Ltd.
- Palierse, C. (2015). Fiat Chrysler lance le projet de cotation de Ferrari à la Bourse de New York
- . Consulté le 24/07/15, via http://www.lesechos.fr/journal20150724/lec2_entreprise_et_marches/021225534226-fiat-chrysler-lance-le-projet-de-cotation-de-ferrari-a-la-bourse-de-new-york-1139483.php
- Phillips, J. (2003). Dodge Sprinter 2500: Business as unusual. Consulté le 22/07/15, via <http://www.caranddriver.com/reviews/dodge-sprinter-2500-road-test>
- Pluyette, C. (2011). Chrysler tourne la page de sa faillite symboliquement. Consulté le 20/06/2015, via <http://www.lefigaro.fr/societes/2011/05/24/04015-20110524ARTFIG00764-chrysler-tourne-la-page-de-sa-faillitesymboliquement.php>
- PRNewswire. (2012). Chrysler Group LLC Completes Final Performance Event; Fiat S.p.A. Ownership Rises to 58.5 Percent; Fuel-Efficient Dodge Dart to be Revealed at NAIAS on Jan. 9. Consulté le 20/06/2015, via <http://www.prnewswire.com/news-releases/chrysler-group-llc-completes-final-performance-event-fiat-spa-ownership-rises-to-585-percent-fuel-efficient-dodge-dart-to-be-revealed-at-naias-on-jan-9-136720393.html>
- PWC. (2000). PricewaterhouseCoopers Forecast: Even Without Big Car Company Deals, Global Consolidation Will Continue in the Auto Industry in 2001. *Business Wire*, p. 1.
- Ramsey, M., & Murphey, C. (2015). Tesla Won't Turn Profitable Until 2020. Consulté le 21/07/15, via <http://www.wsj.com/articles/tesla-china-sales-declined-significantly-ceo-says-1421186754>
- Reuters. (2000). Kerkorian sues Daimler. Consulté le 01/07/2015, via <http://money.cnn.com/2000/11/27/news/chrysler/>
- Reuters. (2015a). Ferrari a soumis un dossier d'introduction en Bourse à New York. Consulté le 25/07/15, via <http://fr.reuters.com/article/frEuroRpt/idFRL5N10339N20150723>
- Reuters. (2015c). Fiat Chrysler étudie la vente de Magneti Marelli. Consulté le 22/07/15, via [http://www.lecho.be/entreprises/auto/Fiat_Chrysler_etudie_la_vente_de_Magneti_Marelli.9656601-3032.art?highlight=Ferrari en bourse](http://www.lecho.be/entreprises/auto/Fiat_Chrysler_etudie_la_vente_de_Magneti_Marelli.9656601-3032.art?highlight=Ferrari%20en%20bourse)
- Schrempp, J. E., & Eaton, R. J. (1998). Information regarding the merger of Daimler-Benz and Chrysler: Daimler-Benz AG.
- Sherman, A. J. (2010). *Mergers and Acquisitions from A to Z*: AMACOM Div American Mgmt Assn.
- Shirouzu, N. (2010). Corporate News: Geely Seeks to Revive Volvo. *Wall Street Journal*.

- Simonet, D. (2015). BMW, Audi et Mercedes pied au plancher. Consulté le 27/06/15, via <http://www.lalibre.be/economie/actualite/bmw-audi-et-mercedes-pied-au-plancher-54b01fa53570d587e333a1c9>
- Sivini, G. (2012). Giordano Sivini: Chrysler, storia di finanza e di sfruttamento operaio. *Inquieta Quotidiano*. Retrieved from <http://www.inchiestaonline.it/lavoro-e-sindacato/giordano-sivini-%C2%ABchrysler-storia-di-finanza-e-di-sfruttamento-operaio%C2%BB/>
- Sloan, A. (2008). GM-Chrysler? Oh, never mind! Consulté le 23/05/2015, via http://archive.fortune.com/2008/11/07/news/companies/sloan_detroit.fortune/index.htm
- Straub, T. (Ed.). (2007). *Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions*: Deutscher Universitätsverlag.
- Tesolin, G. (2010). *Difficulté d'évaluation de la cible et rendements anormaux des acquéreurs à l'annonce de fusions et acquisitions*. (Docteur), Université Catholique de Louvain, Louvain-La-Neuve.
- The Economist. (2009a). End of the road. Consulté le 30/05/2015, via <http://www.economist.com/node/13579979>
- The Economist. (2009c). Saab and Volvo are on the block. But are there any buyers? Consulté le 28/04/2015, via <http://www.economist.com/node/13024667>
- The Economist. (2010a). Business: Fiat plays double or quits with Chrysler. *The Economist*, pp. 69-70.
- The Economist. (2010c). Devolving Volvo Ford sells Volvo to Geely. *Economist.com / News Analysis*.
- The Economist Intelligence Unit. (2007). Daimler celebrates a velvet divorce. *Country Monitor*, 15(19), 5.
- The New York Times. (2014). Judge Approves Fisker Asset Sale to Wanxiang. Consulté le 21/07/15, via <http://www.nytimes.com/aponline/2014/02/18/business/ap-us-fisker-bankruptcy.html?action=click&contentCollection=Automobiles®ion=Footer&module=MoreInSection&pgtype=article>
- UAW Trust. (N/A). History of the Trust. Consulté le 22/07/15, via <http://www.uawtrust.org/Home/about/history/history/sb.cn>
- Valcourt, J. (2008). Chrysler Taps \$2 Billion Line of Credit; Daimler, Cerberus Help To Bolster Its Liquidity Amid Downturn in Sales. *Wall Street Journal*.
- VB, P. (2014). L'endettement mesuré par le ratio Dette/EBITDA. Consulté le 22/07/15, via <http://ratoratingranking.blogspot.be/2014/08/lendettement-mesure-par-le-ratio.html>
- Vernimmen. (N/A). Chapitre 13: LE DIAGNOSTIC FINANCIER : L'analyse du financement. Consulté le 22/07/15, via https://www.vernimmen.net/Vernimmen/Resumes/Partie_1_Le_diagnostic_financeier/Chapitre_13_L_analyse_du_financement_.html
- Volkswagen AG. (2008). Volkswagen Chronicle. In V. AG (Ed.), (Corporate History Department of Volkswagen AG ed.). Wolfsburg.
- Volkswagen AG. (2015). Volkswagen pays SEK 200 per share to noncontrolling interest shareholders of Scania. Consulté le 21/07/15, via http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/news/2015/04/Scania.html
- Volkswagen AG. (N/A). Commencement d'une nouvelle ère: La plateforme modulaire MQB. Consulté le 21/07/15, via

<http://www.volkswagen.ch/fr/Volkswagen/InnovationTechnik/der-modulare-querbaukasten.html>

Weber, R., & Camerer, C. (2003). Cultural conflict and merger failure: An experimental approach. *Management Science*, 49(4), 400-415.

Welsh, E. (2011). Fiat's Marchionne sees auto-industry consolidation. Consulté le 22/07/15, via <http://www.marketwatch.com/story/fiats-marchionne-sees-auto-industry-consolidation-2011-09-09>

Weston, J. F. (2002). *Cases in dynamic finance: mergers and restructuring*: Prentice Hall.

Yahoo Finance. (2015). Interactive Chart: Daimler AG. Consulté le 18/06/2015, via [http://finance.yahoo.com/echarts?s=DDAIF+Interactive- {}](http://finance.yahoo.com/echarts?s=DDAIF+Interactive-{})

Zieminski, N. (2009). Chrysler obtient un prêt de 4 milliards de dollars de l'État. Consulté le 20/05/2015, via <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2009-01-03/chrysler-obtient-un-pret-de-4-milliards-de-dollars-de-l-etat/916/0/303948>

ZoneBourse. (N/A). Levier financier. Consulté le 22/07/15, via <http://www.zonebourse.com/formation/Levier-financier-459/>

