



# **Quel est l'impact des fusions/acquisitions sur les performances des entreprises rachetées ?**

---

Alexandre GAZANIOL

---



# **QUEL EST L'IMPACT DES FUSIONS/ACQUISITIONS SUR LES PERFORMANCES DES ENTREPRISES RACHETÉES ?**

**Alexandre GAZANIOL\***

Ce document de travail n'engage que son auteur. L'objet de sa diffusion est de stimuler le débat et d'appeler commentaires et critiques.

\* **Alexandre GAZANIOL**, est en poste à la Direction Générale du Trésor du Ministère des Finances et des Comptes publics et du Ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique (France)

[alexandre.gazaniol@dgtresor.gouv.fr](mailto:alexandre.gazaniol@dgtresor.gouv.fr) (+33-1-44-87-18-48)

# SOMMAIRE

<b>Résumé.....</b>	<b>3</b>
<b>Synthèse.....</b>	<b>4</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>5</b>
<b>1. Les fusions/acquisitions sont un mécanisme nécessaire d'évolution du tissu d'entreprises .....</b>	<b>5</b>
1.1. Les fusions/acquisitions sont le résultat des arbitrages des entreprises entre faire et « faire-faire » .....	5
1.2. Lorsqu'elles ne relèvent pas de pratiques anticoncurrentielles, les motivations des fusions/acquisitions alternent entre exploitation et recherche d'actifs spécifiques.....	6
1.3. Les fusions/acquisitions permettent de dégager de la valeur.....	9
<b>2. Les fusions/acquisitions ciblent des « pépites » et semblent avoir un impact positif sur leur développement, conditionnellement à leur survie... ..</b>	<b>10</b>
2.1. Les rachats d'entreprises en France semblent concerner un nombre de sociétés et d'emplois relativement limité.....	10
2.2. Les groupes semblent privilégier le rachat d'entreprises à fort potentiel.....	11
2.3. L'annonce d'une fusion-acquisition entraîne une hausse du cours boursier de la cible ..	13
2.4. Les entreprises rachetées bénéficient d'une amélioration de leur productivité .....	13
2.5. Les effets des rachats sur l'emploi des entreprises cibles sont plus ambigus.....	16
2.6. L'impact des rachats sur les activités de R&D, sur l'innovation ou sur le degré d'internationalisation des cibles dépend des motivations initiales de l'acquéreur.....	17
<b>3. Indépendamment de leurs effets directs sur les sociétés rachetées, les fusions/acquisitions exercent une fonction de contrôle des dirigeants et contribuent à dynamiser l'ensemble du tissu productif.....</b>	<b>19</b>
3.1. Les mesures visant à protéger les dirigeants de rachats hostiles s'accompagnent d'un moindre dynamisme du tissu industriel .....	19
3.2. La prise de contrôle par des capitaux étrangers accroît le risque de sanction des entreprises insuffisamment efficaces .....	21
<b>Conclusion .....</b>	<b>22</b>
<b>Références bibliographiques .....</b>	<b>23</b>
<b>ANNEXE 1 : Typologie des fusions/acquisitions et données disponibles .....</b>	<b>26</b>
<b>ANNEXE 2 : Quantification des rachats d'entreprises .....</b>	<b>29</b>

## Résumé

Ce document de travail est une synthèse des études existantes sur l'impact des fusions et acquisitions sur les performances des entreprises cibles. La thèse selon laquelle la croissance des PME serait entravée par leur entrée dans un groupe n'est pas vérifiée par les études empiriques disponibles. Celles-ci démontrent au contraire que les PME rachetées par des groupes, qu'ils soient français ou étrangers, bénéficient de gains de productivité à un horizon de quelques années par rapport aux PME restées indépendantes. Les effets du rachat sur l'emploi et l'innovation des entreprises cibles sont en revanche plus ambigus. Au-delà de leurs effets sur les entreprises rachetées, les fusions/acquisitions sont également perçues comme une menace extérieure qui renforce les incitations des dirigeants à accroître la productivité de leur entreprise.

## Abstract

This working paper is a survey of existing studies about the impact of mergers and acquisitions on target firms' performance. Available empirical studies do not support the hypothesis that entering a group weakens SMEs' growth. At the contrary, these studies show that absorbed SMEs enjoy greater productivity gains than independent SMEs, whether the absorbing company is domestic or foreign-owned. The impact of takeovers on target firms' workforce and innovation activities remains nevertheless ambiguous. Regardless of their impact on target firms' performances, mergers and acquisitions also induce an external threat which reinforces managers' incentives to increase productivity.

## Synthèse

En France, les données et études disponibles suggèrent que les fusions/acquisitions concernent un nombre relativement limité d'entreprises. Elles confirment par ailleurs que les groupes tendent à racheter des entreprises à fort potentiel, phénomène qualifié de « *cherry-picking* » : les cibles sont plus fréquemment des entreprises en forte croissance et détiennent généralement des actifs spécifiques (réseaux d'exportation, actifs intangibles). Ces entreprises peuvent toutefois rencontrer des difficultés temporaires dans leur développement, ce qui facilite alors l'entrée ou la prise de contrôle par des investisseurs externes.

Les études empiriques disponibles se focalisent sur les effets des rachats ciblant des petites et moyennes entreprises (PME). Elles ne permettent pas de conclure sur le cas des fusions entre grands groupes (« fusions entre égaux ») ou sur le cas des absorptions de « *start-up* » par des grandes entreprises, phénomène difficilement quantifiable. Ces études suggèrent que les entreprises rachetées par un groupe, qu'il soit français ou étranger, bénéficient de gains de productivité plus élevés que les entreprises initialement comparables (en termes de secteur d'activité, de taille, de productivité) mais restées indépendantes sur la période. Ce constat serait également vérifié pour les entreprises ciblées par des opérations de « *Leverage-Buy-Out* » (LBO). Le bilan sur l'emploi apparaît plus ambigu : si les effectifs des entreprises cibles semblent globalement croître à un horizon de quelques années, des restructurations importantes peuvent intervenir au moment de l'opération. Dans tous les cas, les salariés les moins qualifiés et les moins anciens dans l'entreprise, ainsi que les cadres dirigeants, risquent davantage de perdre leur emploi suite au rachat. L'impact macroéconomique des rachats d'entreprises demeure également incertain, dans la mesure où la croissance de l'activité (emploi, investissements) des sociétés rachetées se fait potentiellement au détriment des autres filiales du groupe acquéreur.

Au-delà de leurs conséquences directes sur les entreprises cibles, les fusions/acquisitions peuvent sanctionner la mauvaise gestion d'une entreprise et contribuer à dynamiser l'ensemble du tissu productif. Des études sur données américaines montrent ainsi que la mise en place, dans certains États américains, de mesures consistant à protéger les entreprises de rachats hostiles ont eu tendance à diminuer les performances des entreprises ainsi que les activités d'innovation.

La présence d'actionnaires étrangers au capital des entreprises participe également à cette mise sous tension de l'appareil productif. En effet, les entreprises sous contrôle de capitaux étrangers apparaissent plus vulnérables à la concurrence des autres filiales du groupe. Elles ont une propension plus élevée à délocaliser une partie de leurs activités. Cette vulnérabilité devrait toutefois s'avérer plus limitée pour les entreprises spécialisées dans des activités intensives en technologie et en capital humain et/ou s'insérant dans des réseaux de partenariat ou « *clusters* » leur procurant un avantage compétitif.

# Introduction

Plusieurs rapports récents associent le déficit de compétitivité de l'économie française à un nombre relativement faible d'entreprises de taille intermédiaire (« ETI »)<sup>1</sup>. Ce faible nombre d'ETI traduirait les difficultés des entreprises françaises à croître et contribuerait notamment à expliquer leur moindre présence sur les marchés étrangers. Parmi les facteurs explicatifs de ces difficultés à croître, le phénomène d'absorption des petites et moyennes entreprises (PME) par des grands groupes est régulièrement évoqué (voir par exemple Artus, 2011). L'hypothèse sous-jacente est que ces absorptions font disparaître le caractère dynamique et exportateur des PME rachetées, voire s'accompagnent de comportements de prédation consistant à éliminer un concurrent tout en absorbant ses actifs stratégiques (marques, brevets, technologies)<sup>2</sup>. L'objectif de ce travail est de vérifier la validité de cette hypothèse et de discuter les effets des fusions/acquisitions sur les performances des entreprises cibles.

Après une revue des déterminants théoriques des fusions/acquisitions (partie 1), ce travail fournit plusieurs éléments de chiffrage du phénomène en France et fait la synthèse des travaux existants visant d'une part à caractériser les entreprises rachetées/absorbées par des groupes, d'autre part à évaluer l'impact du rachat sur leurs performances (partie 2). La dernière partie s'intéresse au lien entre gouvernance d'entreprise et fusions/acquisitions et à la mise sous tension qu'exercent ces opérations sur l'ensemble du tissu productif (partie 3).

## 1. Les fusions/acquisitions sont un mécanisme nécessaire d'évolution du tissu d'entreprises

### 1.1. Les fusions/acquisitions sont le résultat des arbitrages des entreprises entre faire et « faire-faire »

**Le portefeuille des activités d'une entreprise à un instant donné résulte d'un arbitrage entre externalisation et intégration :**

- D'un côté, l'externalisation de certaines activités, *via* la contractualisation avec des fournisseurs ou, en aval, avec des réseaux de distribution, permet d'accéder à des ressources et des marchés selon des modalités temporaires et souples (sous réserve des conditions de dénonciation des contrats). Ce mode d'organisation facilite la spécialisation de l'entreprise sur son cœur de métier mais il s'accompagne de coûts de transaction parfois importants<sup>3</sup> et ne garantit pas toujours le parfait alignement des intérêts des partenaires, particulièrement en présence d'asymétries d'information et d'incomplétude des contrats (incapacité à anticiper tous les aspects d'une transaction). Dans une logique de filière, ce dernier problème peut devenir particulièrement prégnant si la relation contractuelle met en jeu des actifs spécifiques, c'est à dire des actifs n'ayant une valeur marchande que pour un nombre très limité d'acteurs : par exemple, si un fournisseur détient un tel actif, il peut avoir tendance à sous-investir dans la maintenance ou la modernisation de cet actif par peur de ne pas obtenir le retour sur investissement escompté<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Voir par exemple le rapport de Louis Gallois (2012), « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française », rapport au Premier Ministre.

<sup>2</sup> En outre, ces rachats peuvent artificiellement diminuer le nombre de sociétés de taille moyenne recensées par la statistique d'entreprise lorsqu'elles conduisent à la disparition de la personne morale de l'entité rachetée. En effet, les statistiques d'entreprises, fondées sur la notion d'unité légale, ne recensent alors plus qu'une société (l'entité absorbante), même si l'entité absorbée conserve une activité propre, avec une autonomie de décision.

<sup>3</sup> Pour Williamson (1985), ces coûts incluent « les coûts *ex ante* de rédaction et de négociation du contrat » ainsi que « les coûts *ex post* d'exécution, de mise en vigueur et de modification du contrat lorsqu'apparaissent des conflits ».

<sup>4</sup> Étant donné que l'actif spécifique n'a aucune ou peu de valeur marchande pour d'autres tiers, le sous-traitant se retrouve avec un faible pouvoir de négociation dans sa relation avec le donneur d'ordre ; il tendra alors à sous-investir pour réaliser sa part du contrat. Pour pallier ce problème, la théorie des droits de propriété (Grossman et Hart, 1986 ; Hart et Moore, 1990 ; Hart, 1995) estime qu'il faut attribuer les droits de propriété de l'actif à la firme qui utilise la plus grande part de l'investissement, afin de limiter les risques d'un investissement sous-optimal.

- De l'autre côté, une production totalement intégrée facilite l'alignement des intérêts de l'ensemble des segments de production et donne à l'entreprise un contrôle plein non seulement de l'ensemble des étapes de production, mais aussi de l'allocation des ressources (marché interne de capitaux, marché interne du travail – cf. encadré 1). Ce mode d'organisation peut toutefois s'accompagner de lourdeurs (dérive bureaucratique) et limiter la flexibilité de l'entreprise face à des chocs importants (difficultés à licencier ou à se séparer de certaines branches du périmètre de l'entreprise).

**Les fusions/acquisitions sont le résultat de ces arbitrages entre faire et « faire-faire »**, dont les déterminants évoluent en fonction de l'environnement économique (conjoncture, mutations du secteur) et juridique (état du droit, degré de concurrence), de la qualité de gouvernance de l'entreprise (capacité à contrôler et coordonner efficacement toutes les unités de production) et de la situation financière de l'entreprise (besoins de trésorerie débouchant sur une cession, ressources disponibles permettant une acquisition). En fonction des anticipations des marchés, ces fusions/acquisitions participent à la réallocation des actifs (usines, réseau de distribution, savoir-faire spécifique, brevets, marques...) vers les firmes capables d'en faire le meilleur usage.

### **1.2. Lorsqu'elles ne relèvent pas de pratiques anticoncurrentielles, les motivations des fusions/acquisitions alternent entre exploitation et recherche d'actifs spécifiques**

**Les fusions/acquisitions peuvent d'abord être motivées par la recherche de complémentarités technologiques et/ou d'actifs spécifiques (« *asset-seeking* »)**. Pour les grands groupes, l'acquisition de jeunes firmes innovantes peut constituer une alternative préférable à la « course à la R&D » : selon Phillips et Zhdanov (2012), les grandes entreprises seraient ainsi d'autant moins incitées à investir dans la recherche et innover que leur secteur est constitué de nombreuses petites entreprises qu'ils pourront racheter. La théorie des firmes multinationales accorde aussi une importance croissante à ce type d'opérations<sup>5</sup> : les rachats d'entreprises innovantes à l'étranger seront d'autant plus fréquents que les connaissances visées sont tacites, difficilement codifiables et ne peuvent donc s'assimiler que *via* une présence locale et/ou des partenariats avec des acteurs locaux.

---

<sup>5</sup> Selon Narula et Zanfei (2003, page 9), l'essor de cette logique d'« *asset-seeking* » pour les fusions-acquisitions transfrontalières tient à trois tendances : (i) les nouvelles technologies sont de plus en plus coûteuses et complexes à développer, ce qui pousse les entreprises à chercher des connaissances complémentaires chez d'autres acteurs dans d'autres pays ; (ii) le rythme plus soutenu des innovations dans certains secteurs contraint les entreprises à être plus pointues et plus réactives ; (iii) les pays d'accueil posent de plus en plus de conditions aux multinationales pour l'accès à leurs marchés, telles que les transferts de technologie, une coopération plus systématique avec les acteurs locaux, et l'utilisation accrue de ressources locales.

## **Encadré 1 : Les marchés internes au sein des groupes**

La littérature économique explique en partie les meilleures performances des sociétés affiliées à un groupe par l'accès à de nouvelles ressources *via* des marchés « internes ».

### **Marché interne de capitaux**

En présence d'asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs, s'adosser à un groupe peut contribuer à lever les contraintes de financement que rencontrent certaines entreprises, en particulier les plus petites :

- d'une part, le groupe peut s'avérer davantage en mesure d'évaluer la qualité des projets d'investissement de l'entreprise que des apporteurs de capitaux externes (grâce à sa meilleure connaissance du secteur et/ou de l'entreprise). Le coût du financement intra-groupe peut dès lors s'avérer moins élevé que celui d'un financement externe (taux d'intérêt moins élevé voire nul, coûts de transaction réduits).
- d'autre part, l'appartenance à un groupe peut accroître le collatéral dont dispose l'entreprise ou simplement envoyer un signal positif aux investisseurs *via* un effet de réputation<sup>6</sup>, facilitant ainsi l'accès à des financements externes.

Kremp et Sevestre (2000) montrent qu'au sein des petites entreprises, la part des entreprises indépendantes d'un groupe dans les encours bancaires est plus faible que leur part dans la valeur ajoutée. Les auteurs déduisent de cette sous-représentation dans les encours bancaires une plus faible capacité des entreprises indépendantes à mobiliser des financements externes.

### **Marché interne du travail**

La constitution d'un vivier de compétences au sein du groupe permet à celui-ci d'ajuster sa masse salariale à l'évolution de ses besoins (réallocation des ressources humaines à certaines activités) tout en limitant les coûts d'ajustement qu'il aurait supportés en recourant au marché du travail « externe » (coûts liés à la recherche et l'évaluation de candidats, indemnités de licenciement etc.). Selon Delarre et Duhautois (2003), ces mobilités intra-groupe représentent une part non négligeable des mobilités d'emploi à emploi (15 % en moyenne sur la période 1991 – 1999), en particulier pour les cadres et ingénieurs (29 %) ou chefs d'entreprises salariés (38 %), pour lesquels les perspectives d'évolution au sein de leur société sont plus restreintes voire nulles. Ces mobilités intra-groupe seraient toutefois restreintes aux sociétés proches dans la structure du groupe (mouvements entre filiales de premier rang ou entre la tête de groupe et sa filiale directe) et proches géographiquement.

Les auteurs n'étudient pas les mouvements de personnel liés aux opérations de fusions/acquisitions : en particulier, la maison-mère peut souhaiter remplacer l'équipe dirigeante d'une société rachetée par des salariés « maison » ou plus généralement « ponctionner » les meilleurs cadres de ses anciennes filiales afin de dynamiser les filiales plus jeunes.

---

<sup>6</sup> En outre, les sociétés appartenant à un groupe sont plus souvent cotées et fournissent donc davantage d'informations aux investisseurs sur leur situation économique et financière.

**De par leur nature, les acquisitions motivées par la recherche d'actifs spécifiques ont plus souvent une logique verticale** (impliquant des segments complémentaires d'une même chaîne de production), lesquelles devraient *a priori* se traduire par des gains de spécialisation et une baisse des coûts de transaction. En effet, dans le cas d'entreprises ayant des activités différentes mais appartenant à une même chaîne de valeur, l'organisation sous la forme de groupe permet potentiellement à chacune de se spécialiser sur ses avantages comparatifs tout en limitant le coût des activités externalisées dès lors qu'elles restent réalisées à l'intérieur du groupe (coûts de transaction réduits, avec une meilleure maîtrise des approvisionnements et des débouchés)<sup>7</sup>.

**Les fusions/acquisitions peuvent également répondre à une logique d'exploitation d'actifs spécifiques (« *asset-exploiting* »)** : l'entreprise rachète un acteur du même secteur et lui transmet sa technologie et son savoir-faire dans l'objectif de bénéficier d'économies d'échelle (mutualisation des coûts fixes et/ou des achats), de renforcer son pouvoir de marché<sup>8</sup> ou de se positionner sur des nouveaux marchés (internationalisation<sup>9</sup>, couverture de l'ensemble de la gamme). Les entités formant le nouvel ensemble peuvent accéder à de nouveaux marchés ou accroître la notoriété de leurs produits *via* l'adossement à des marques connues : ces effets d'envergure peuvent fournir des incitations supplémentaires à investir dans la R&D et innover en permettant *a priori* une meilleure rentabilisation de ces investissements (Guadalupe et al., 2012). Ils peuvent aussi se manifester par une capacité accrue à attirer un personnel qualifié, grâce aux perspectives offertes par le groupe (mobilité et avancement, avantages financiers et/ou en nature).

**Certaines fusions/acquisitions s'inscrivent dans une diversification de l'activité du groupe peuvent relever des deux logiques (« *asset-exploiting* » et « *asset-seeking* »).** En effet, le groupe peut chercher à la fois à transposer son savoir-faire à d'autres domaines d'activité et à diversifier ses risques en investissant des marchés ou des secteurs différents, dont la conjoncture est peu corrélée à son domaine d'activité.

**En marge de ces motifs positifs, certaines fusions/acquisitions sont plus ouvertement motivées par le souhait d'éliminer un concurrent gênant et/ou d'absorber certains actifs tout en fermant les capacités de production.** À notre connaissance, aucune étude n'a tenté de quantifier ce type de rachats<sup>10</sup>, un tel recensement apparaissant d'ailleurs difficile avec les données disponibles (voir annexe 1). Ces comportements de prédation peuvent limiter le degré de concurrence dans le secteur<sup>11</sup>, d'où la nécessité d'un contrôle *ex ante* des concentrations d'entreprises par une autorité indépendante, qui doit apprécier le bilan des fusions/acquisitions pour la collectivité.

---

<sup>7</sup> Ces acquisitions verticales peuvent également contribuer à élever les barrières à l'entrée du secteur, en obligeant les nouveaux entrants à maîtriser plusieurs étapes du processus de production et/ou en bloquant l'accès à certains facteurs de production.

<sup>8</sup> Outre l'accroissement mécanique de la part de marché de l'entreprise acquéreuse, les acquisitions horizontales peuvent viser à bénéficier d'économies d'échelle, ce qui augmente *de facto* la taille critique nécessaire à un concurrent potentiel pour rivaliser en prix.

<sup>9</sup> Selon le paradigme « OLI » (Ownership – Location – Internalization, voir Dunning, 1977), une firme s'implante à l'étranger (que ce soit sous forme de création *ex nihilo* de filiale ou de rachat de société) par la concomitance de trois éléments : (i) la détention d'un actif spécifique ; (ii) l'intérêt de l'exploiter dans une localisation donnée (potentiel de marché, coûts de production) ; (iii) l'intérêt d'internaliser l'exploitation de cet avantage plutôt que de recourir à un tiers.

<sup>10</sup> Sur le champ des *start-up*, une étude du MESR (Barrot et al., 2011) estime toutefois que la proportion de jeunes entreprises innovantes, nées indépendantes et rachetées par un groupe à un horizon de 5 ans, était de l'ordre de 20 %. L'étude n'évalue pas les conséquences de ces rachats.

<sup>11</sup> Notons que les acquisitions motivées par l'absorption de certains actifs de valeur et aboutissant à une dissolution de l'entreprise rachetée ne sont pas forcément négatives pour l'économie dans son ensemble si l'entreprise dissoute ne s'avérait pas viable à terme : dans ce cas, il est préférable que ses actifs de valeur soient transférés à des entreprises capables d'en faire un meilleur usage.

### 1.3. Les fusions/acquisitions permettent de dégager de la valeur

Selon la théorie néo-classique, les entreprises devraient racheter les firmes dont le rapport entre valeur de marché et valeur de remplacement du capital fixe (appelé « Q de Tobin ») est relativement faible (Jovanovic et Rousseau, 2002 ; Maksimovic et Phillips, 2001). Autrement dit, l'acheteur estime que la valeur de marché de l'entreprise cible ne reflète pas son réel potentiel de développement. Plusieurs cas de figures sont alors envisageables.

- Dans le cas de marchés financiers parfaits (information parfaite, disponible sans coûts et se répercutant immédiatement sur la valeur de l'entreprise), un faible Q de Tobin de la cible reflète un faible niveau de productivité<sup>12</sup> : la cible est moins efficace qu'elle ne devrait. **Les fusions/acquisitions devraient alors cibler des entreprises disposant d'actifs spécifiques (usines, réseaux d'exportation, brevets etc.) mais mal exploités, et constituer un moyen de remplacer des dirigeants inefficaces**, afin d'accroître les performances *ex post* des firmes acquises. Schleifer et Summers (1988) soulignent notamment que le remplacement de l'équipe dirigeante constitue l'opportunité de renégocier les contrats (explicites et implicites) avec les parties prenantes : salariés, clients, fournisseurs...
- À l'inverse, l'existence de défaillances de marché (présence d'asymétries d'information) peut conduire certaines sociétés performantes à être sous-évaluées par les investisseurs : pour un groupe disposant d'informations privilégiées sur le potentiel de la cible, les fusions/acquisitions sont alors un moyen d'acquérir des actifs de valeur à un coût avantageux.

**Le partage de la valeur découlant d'une fusion/acquisition<sup>13</sup> varie selon les modalités et les motifs de l'opération.** L'opération peut bénéficier exclusivement à l'acquéreur lorsque celui-ci souhaite uniquement absorber certains actifs (notamment dans les comportements de prédation mentionnés plus haut). Elle peut profiter aux actionnaires de la cible si le prix de rachat est supérieur à la valeur de marché de la cible. Elle peut aussi profiter à l'entreprise rachetée si celle-ci bénéficie par exemple de transferts de technologie ou de synergies avec le reste du groupe qu'elle rejoint. À notre connaissance, la littérature économique ne fournit pas de conclusion tranchée sur cette question.

**Par ailleurs, la réalisation d'une fusion/acquisition peut rencontrer des difficultés qui limitent voire annulent le surcroît de valeur anticipé.** Ces difficultés peuvent provenir des coûts de négociation avec le cédant, de la réaction des parties prenantes de la cible à l'annonce du rachat (départs de salariés, retrait de certains fournisseurs, moindre incitation des dirigeants à lancer des investissements de long terme...) ou encore des coûts d'intégration de la cible dans son nouveau groupe. Ceci incite généralement les entreprises à minimiser la durée des fusions/acquisitions et à privilégier des cibles ayant une proximité culturelle et technologique.

---

<sup>12</sup> En supposant des marchés financiers parfaits, la valeur de marché d'une entreprise doit correspondre à la somme actualisée de ses profits futurs et dépend donc de la technologie et de l'efficacité avec laquelle l'entreprise la met en œuvre (compétence des dirigeants, savoir-faire spécifique).

<sup>13</sup> On s'intéresse ici à la valeur créée pour l'acquéreur, la cible et les actionnaires de la cible. Pour autant, une fusion/acquisition n'est pas nécessairement créatrice de valeur pour l'ensemble de la collectivité, si par exemple elle vise à capter une partie du surplus des consommateurs en réduisant le degré de concurrence sur un marché donné.

## 2. Les fusions/acquisitions ciblent des « pépites » et semblent avoir un impact positif sur leur développement, conditionnellement à leur survie

### 2.1. Les rachats d'entreprises en France semblent concerner un nombre de sociétés et d'emplois relativement limité

Les acquisitions d'entreprises peuvent prendre deux formes distinctes (cf. annexe 1 pour une typologie des opérations de fusions/acquisitions et une présentation des sources d'information disponibles) :

- La société cible transfère l'intégralité de son patrimoine (actif et passif) à la société acquéreuse : on parle alors d'absorption. L'entité juridique de la société cible disparaît à l'issue du rachat, ce qui rend plus difficile le recensement de ces opérations et empêche le suivi des performances de l'entreprise absorbée *ex post*. Sur la période 2000-2004, Bunel et *al.*, (2009a) estiment que les absorptions ont représenté environ 39 % des opérations de fusions/acquisitions en France, soit près de 6 400 opérations sur l'ensemble de la période (ou 1 300 par an).
- La prise de contrôle peut aussi se faire *via* une prise de participation financière (rachat de plus de 50 % des parts sociales ou titres de la société cible, ou acquisition d'une minorité de blocage). La société cible continue alors d'exister mais peut transférer une partie de ses actifs à la société-mère. La plupart des études empiriques analysant les performances des entreprises rachetées se concentrent sur ces formes d'acquisitions. Par exemple, à partir de données françaises, Duhautois et Petit (2013) recensent environ 6 000 entreprises indépendantes de moins de 500 salariés rachetées par un groupe en 2001<sup>14</sup> (6 348 en 2002, 3 760 en 2003).

**Compte tenu des données disponibles (cf. annexe 1), les seules opérations de rachat que nous sommes en mesure de quantifier sur la période récente sont les acquisitions par rachat des parts sociales/titres.** L'enquête de l'Insee sur les liaisons financières (LiFi) indique la structure de l'actionnariat de l'ensemble des entreprises françaises au-delà d'une certaine taille ou d'un certain montant de participations. Toutefois, les changements de propriétaire identifiés par l'enquête LiFi peuvent autant refléter le rachat par une autre entreprise que des montages juridico-financiers (création d'une *holding*, changement de structure juridique d'un groupe etc.), qui restent *a priori* neutres sur le pouvoir décisionnel à la tête de l'entreprise. Afin de fournir le chiffre le plus fiable possible sur le champ observé, nous quantifions ici le phénomène des rachats d'entreprises en 2009, uniquement pour trois sous-populations (cf. annexe 2 pour une présentation détaillée des chiffres) :

- **Les sociétés françaises déjà intégrées dans un groupe.** Sur la période 2000-2009, 8,4 % des firmes intégrées dans un groupe changent de tête de groupe d'une année sur l'autre en moyenne (soit entre 9 000 et 15 000 sociétés selon les années). Ce chiffre constitue toutefois un majorant dans la mesure où les changements de tête de groupe peuvent refléter des changements de structure juridique du groupe, et non des opérations de fusions/acquisitions.

---

<sup>14</sup> Il s'agit de sociétés restées indépendantes au moins trois ans avant l'année du rachat (en l'occurrence, entre 1998 et 2000) et restées dans le même groupe les trois années suivantes. Le chiffre est réalisé en croisant l'enquête Liaisons Financières (LiFi – voir annexe 1) et les fichiers FICUS, qui couvrent l'ensemble des entreprises imposées aux bénéfices industriels et commerciaux (BIC) et aux bénéfices non commerciaux (BNC). Sont exclues les micro-entreprises, les entreprises imposées aux bénéfices agricoles et les exploitations agricoles soumises aux BIC. Les auteurs concentrent leur analyse sur le champ industrie – construction – commerce – services.

- **Les petites entreprises (TPE et PME<sup>15</sup>) rachetées par un grand groupe à capitaux français.** En 2009, nous estimons qu'environ 900 sociétés indépendantes employant moins de 250 salariés, ou appartenant à un groupe de moins de 250 salariés, ont été rachetées par un groupe français de plus de 5 000 salariés. Ces entreprises employaient environ 12 500 salariés, à comparer aux 12,8 millions de salariés sur le même champ.
- **Les entreprises rachetées par une société étrangère.** Nous identifions environ 2 500 sociétés françaises rachetées par un groupe étranger en 2009 (représentant ensemble 68 000 emplois), les entreprises industrielles apparaissant surreprésentées au regard de leur poids dans le tissu économique (36 % des emplois absorbés).

## 2.2. Les groupes semblent privilégier le rachat d'entreprises à fort potentiel

**La Banque de France a mis en évidence le phénomène de rachat au sein des PME indépendantes de forte croissance** (Banque de France, 2011). À partir de la base FIBEN, elle identifiait 5058 PME indépendantes de forte croissance actives sur la période 2002 – 2006<sup>16</sup>. Seulement la moitié de ces entreprises demeuraient des PME indépendantes en 2010 : 23,5 % étaient devenues rattachées à un groupe de la taille d'une PME, 3 % étaient devenues rattachées à une ETI à capitaux français, 4 % étaient intégrées dans une grande entreprise ou un groupe à capitaux étrangers et 19 % n'étaient plus recensées pour des raisons diverses<sup>17</sup>. Selon l'étude, au moins 40 % des passages du statut de PME indépendantes à celui de PME de groupe seraient autonomes et non liés à une acquisition, la structuration sous forme de groupe présentant des avantages fiscaux pour les entreprises (optimisation fiscale avec la création d'une *holding* de tête). En revanche, l'entrée des PME de forte croissance dans un groupe de grande taille refléterait plutôt des opérations de croissance externe. L'étude constate également que ces entreprises intégrant des grands groupes présentaient les taux de croissance de leurs ventes les plus élevés de l'échantillon entre 2002 et 2006.

**Parmi les jeunes entreprises, les entreprises innovantes sont plus souvent rachetées que les autres, à secteur, conjoncture et taille donnés.** Dans un rapport au Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche, Barrot et *al.*, (2011) estiment qu'entre 600 et 800 jeunes entreprises technologiques innovantes (JETI) naissent chaque année (hors filiales de groupes) et qu'environ 20 % d'entre elles sont rachetées à un horizon de 5 ans (contre moins de 2 % pour la population générale des entreprises nées indépendantes<sup>18</sup>). Un peu moins d'un rachat sur deux serait le fait de groupes étrangers, ce qui indiquerait, selon les auteurs, « que les JETI françaises sont visibles sur un marché mondial des technologies et des connaissances, et que les entreprises étrangères savent les évaluer »<sup>19</sup>.

<sup>15</sup> Ici définies comme les entreprises – unités légales indépendantes ou groupes de sociétés – employant moins de 250 salariés.

<sup>16</sup> Ces PME de forte croissance respectent plusieurs conditions : il s'agit d'unités légales indépendantes au début de la période (2002) ; ces unités légales sont actives sur toute la période (échantillon cylindré) ; le taux de croissance moyen de leur chiffre d'affaires sur l'ensemble de la période est quatre fois supérieur au taux de croissance moyen du secteur.

<sup>17</sup> Cessation d'activité ou radiation (3 %), bilan non rendu ou passage sous le seuil de chiffre d'affaires nécessaire pour figurer dans la base (8 %), redressement ou liquidation judiciaire (5 %), restructuration conduisant à une disparition de l'unité légale (3 %).

<sup>18</sup> Les auteurs parviennent à ce chiffre en appariant un grand nombre de fichiers administratifs, de bases commerciales et d'enquêtes de l'Insee sur la période 1995 – 2007. Il peut être considéré comme exhaustif pour les achats impliquant un groupe important ou un opérateur étranger, qui font l'objet d'un intérêt spécifique de la part de l'Insee ou de la presse spécialisée.

<sup>19</sup> Dans le secteur des biotechnologies, l'Institut Pasteur aurait identifié une trentaine de « pépites françaises » rachetées depuis 2009, dont 14 par des entreprises françaises et 16 par des entreprises étrangères (voir l'intervention de Jean Deregnacourt le 12 juin 2013 lors du colloque « Le rachat de *start-up* du point de vue des différentes parties prenantes », organisé par l'Association Nationale de la Recherche Technique (ANRT)).

**La littérature converge vers le constat que les entreprises rachetées disposent déjà, avant le rachat, d'actifs stratégiques (réseaux d'exportation, actifs intangibles, capital humain) et d'un fort potentiel de développement.** Plusieurs études récentes montrent notamment que les sociétés acquises par des groupes étrangers s'avèrent, avant leur rachat, plus productives et internationalisées que les autres entreprises indépendantes<sup>20</sup> (constat qualifié de « *cherry-picking* »). Ce résultat semble généralisable aux entreprises rachetées par un groupe domestique. Picart (2004) montre que les sociétés indépendantes françaises sur le point d'intégrer un groupe (qu'il soit français ou étranger) se caractérisent par une croissance de leurs effectifs plus rapide que les autres entreprises indépendantes<sup>21</sup>. À partir d'un panel d'industriels français observés sur la période 1999-2006, Blonigen et al., (2012) montrent que les cibles de groupes domestiques jouissent, comme les cibles de groupes étrangers, d'une prime de productivité par rapport aux autres entreprises avant même le rachat. Sur une période moins récente (1993-2000), Bertrand et Zitouna (2008) constatent paradoxalement que les industriels français ciblés par des acquisitions de type horizontal se caractérisent par une part de marché et une intensité d'exportation plus élevées que les entreprises restées indépendantes, mais un niveau de productivité plus faible : ceci rejoint l'idée que les cibles détiennent un large réseau de distribution et/ou des produits innovants, qui pourraient être exploités de façon plus efficace<sup>22</sup>.

Selon Blonigen et al., (*op. cit.*), **les groupes acquéreurs, qu'ils soient domestiques ou étrangers, privilégieraient les cibles les plus productives, mais qui viendraient de subir un choc négatif de productivité** : d'un côté, ce choc accroît l'incitation des actionnaires de l'entreprise cible à céder leurs parts (étant donné que l'entreprise dégage moins de revenus) ; de l'autre côté, ce choc donne l'occasion aux groupes d'acquérir les actifs désirés à un moindre coût. Selon la même étude, les groupes domestiques et les groupes étrangers ne valoriseraient pas exactement les mêmes caractéristiques chez leurs cibles respectives : les groupes étrangers seraient plus sensibles que les groupes domestiques à la détention d'un réseau pour l'exportation, tandis que les groupes domestiques seraient davantage à la recherche d'actifs intangibles et cibleraient plus fréquemment des entreprises ayant récemment connu des incidents de paiement. Ce dernier constat pourrait signifier que les groupes domestiques ne souffrent pas des mêmes asymétries d'information que les groupes étrangers et sont davantage en mesure d'identifier les entreprises subissant des contraintes financières mais disposant de projets rentables.

**Le constat d'un « *cherry-picking* » n'est pas incompatible avec le fait que certains acteurs spécialisés ciblent prioritairement des entreprises relativement moins productives que les autres en vue de redresser leurs performances.** Par exemple, Bebchuk et al., (2013) montrent que les *hedge-funds* dits « activistes » (voir plus loin) ciblent des entreprises ayant un retour sur actifs et un Q de Tobin inférieurs à la moyenne de leur secteur.

---

<sup>20</sup> Pour les acquisitions par des groupes étrangers et la mise en évidence d'un effet de sélection, voir Criscuolo et Martin (2009) sur données britanniques, Blonigen et al., (2012) et Fontagné et Toubal (2010) sur données françaises, Guadalupe et al., (2012) sur données espagnoles ou Huttunen (2007) sur données finlandaises.

<sup>21</sup> Nefussi (2007) et Duhautois et Petit (2013) font le même constat sur une période plus récente.

<sup>22</sup> À notre connaissance, la seule exception à ce constat d'un « *cherry-picking* » est l'étude de Lichtenberg et Siegel (1987) sur données américaines, qui constate, à l'inverse, une corrélation négative entre productivité initiale et probabilité de rachat. La représentativité de leur échantillon pose toutefois question : d'une part, les grands établissements sont nettement surreprésentés dans l'échantillon observé (effectif moyen des établissements de 500 salariés) ; d'autre part, les auteurs soulignent que les cessions de filiales par des grands conglomérats diversifiés étaient davantage représentées sur la période observée (1972-1981). Par ailleurs, seuls les établissements pérennes sur l'ensemble de la période sont retenus dans l'échantillon (excluant ainsi les établissements qui ont fermé), ce qui implique un biais de sélection important.

### 2.3. L'annonce d'une fusion-acquisition entraîne une hausse du cours boursier de la cible

Lors de l'annonce d'une fusion/acquisition entre entreprises cotées, l'entreprise cédante bénéficie le plus souvent d'une hausse de son cours boursier à très court terme, alors que l'évolution du cours de l'entreprise bénéficiaire est plus aléatoire (voir la revue de Coutinet et Sagot-Duvaurox, 2003)<sup>23</sup>. Cette divergence peut trouver plusieurs origines :

- Conformément à la théorie néo-classique (*cf. supra*), l'annonce d'une fusion/acquisition envoie le signal que l'entreprise cible est actuellement sous-évaluée par le marché et/ou que l'acheteur estime qu'un changement de management conduira à de meilleures performances. Les perspectives de profit de l'entreprise cible sont ainsi réévaluées à la hausse par les investisseurs.
- L'acheteur peut en revanche envoyer un mauvais signal au marché s'il « surpaye » son acquisition<sup>24</sup>. Comme mentionné plus haut, les dirigeants peuvent s'engager dans une politique d'acquisition qui ne sert pas nécessairement les intérêts de l'actionnaire (Morck et *al.*, 1990). Par exemple, la volonté de diversifier le groupe afin d'accroître ses perspectives de carrières peut conduire les dirigeants d'entreprises à « surpayer » des opérations de rachat au détriment des intérêts de leurs actionnaires, lorsque ces derniers ne contrôlent pas suffisamment les décisions de l'équipe dirigeante. Les dirigeants peu compétents pourraient également avoir une propension plus élevée à s'engager dans des rachats d'entreprises afin de masquer leurs mauvais résultats à court terme et/ou de trouver des activités qui redressent les performances de l'entreprise. À *contrario*, les dirigeants à la tête d'entreprises performantes peuvent surestimer leurs compétences dans des domaines d'activité qu'ils connaissent moins.

### 2.4. Les entreprises rachetées bénéficient d'une amélioration de leur productivité

Plusieurs études empiriques comparent les trajectoires de sociétés rachetées et de sociétés restées indépendantes. La plupart de ces études tentent de limiter le biais de sélection évoqué plus haut (*cf.* point 2.2) en combinant des techniques d'appariement à des estimateurs en double-différence ou en recourant à des méthodes d'instrumentation. En restreignant l'analyse aux sociétés restées actives sur une période suffisamment longue, elles excluent toutefois les sociétés pour lesquelles l'acquisition a eu *a priori* un effet plus négatif (restructuration et/ou fermeture de sites à court terme, entraînant une disparition de l'unité légale). Ces études tendent donc par construction à surestimer les effets positifs du rachat par un groupe (les comportements de « prédation » n'étant pas identifiés - *cf.* point 1.2). Par ailleurs, elles excluent le plus souvent les acquisitions prenant la forme d'absorption (disparition de l'entité juridique de la société rachetée), pour lesquelles il n'est plus possible de distinguer les actifs de la société cible et ceux de l'acheteur après le rachat<sup>25</sup>. Une autre limite de ces études est leur représentativité : d'une part, la plupart se focalisent le plus souvent sur l'industrie et peu sur les autres secteurs ; d'autre part, les échantillons utilisés excluent les petites entreprises en raison d'effets de seuil des enquêtes/données utilisées.

---

<sup>23</sup> Ces études comparent la rentabilité observée d'une action avec la rentabilité théorique qu'elle aurait eue sans l'opération de fusion-acquisition, compte tenu de l'évolution du marché sur la même période. Le plus souvent, les études se concentrent sur une période de +/- 40 jours autour de l'annonce.

<sup>24</sup> Cela sera plus probablement le cas si plusieurs entreprises se portent candidats au rachat : en effet, les surenchères découlant de ces situations peuvent aboutir à la « malédiction du vainqueur », le prix concédé par l'acheteur final devenant forcément supérieur au prix moyen estimé par le marché.

<sup>25</sup> Sur données françaises, Bunel et *al.*, (2009b) étudient les conséquences à très court terme (un an) des fusions/acquisitions en sommant les effectifs des entreprises cédante et bénéficiaire avant et après l'opération. Dans le cas des absorptions, une analyse descriptive montre que l'effet sur l'emploi à court terme est globalement neutre, l'emploi total croissant de 0,23 % (ce qui peut toutefois masquer des destructions brutes d'emplois plus importantes, compensées par des créations dans d'autres entités du groupe). Leur analyse économétrique fait toutefois ressortir un impact négatif des fusions-absorptions sur l'emploi l'année de l'opération.

**En raison de l'ensemble de ces contraintes méthodologiques, les conclusions des études empiriques s'appliquent surtout au cas des PME rachetées par des groupes.** Elles ne paraissent pas généralisables au cas des « *start-up* » rachetées par des grandes entreprises ou à celui des fusions entre grands groupes (« fusions entre égaux »), ces dernières soulevant des problématiques plus complexes (impact sur le degré de concurrence du secteur, risque accru d'incompatibilité des cultures et stratégies d'entreprises, synergies conditionnées à des restructurations très importantes etc.).

**La littérature converge vers le constat que les rachats contribuent à améliorer la productivité des entreprises cibles, conditionnellement à leur survie.** Par exemple, deux études évaluent l'impact d'un rachat sur la productivité des entreprises françaises :

- Bertrand et Zitouna (2008) montrent que les acquisitions ont un effet bénéfique sur la productivité des industriels rachetés<sup>26</sup>, en particulier lorsque l'acquéreur est de nationalité étrangère (les multinationales américaines étant associées à l'impact le plus important). En revanche, les auteurs ne trouvent pas d'impact sur les profits des cibles, mesurés par l'excédent brut d'exploitation, et fournissent deux explications potentielles : soit les gains d'efficacité sont redistribués aux salariés / fournisseurs ou aux consommateurs (dans quel cas l'impact est positif pour le pays hôte de la cible), soit les profits sont captés par la maison-mère (via la manipulation des prix de transfert).
- Dans leur rapport au Conseil d'Analyse Économique, Fontagné et Toubal (2010) montrent que les sociétés industrielles françaises acquises par des groupes étrangers deviennent, à un horizon de trois ans, plus productives que les sociétés initialement similaires mais restées à capitaux français<sup>27</sup>.

Les études s'intéressant aux conséquences des opérations de « *Leverage Buy Out* » (LBO) parviennent également à la conclusion que les LBO ont un effet positif sur la productivité des entreprises cibles (cf. encadré 2). Dans le même ordre d'idées, Bebchuk et al., (2013) montrent, à partir de données américaines, que les interventions des *hedge-funds* dits « activistes »<sup>28</sup> ne sont pas défavorables aux entreprises cibles : leur retour sur actifs et leur Q de Tobin ne connaissent pas d'évolution plus défavorable que celle des autres entreprises, à horizon de cinq années après l'intervention<sup>29</sup>. Aux yeux des auteurs, ceci démontre que les interventions visant à protéger les entreprises de ce type d'investisseurs ne sont pas fondées d'un point de vue économique.

Par ailleurs, de nombreuses études ont tenté de distinguer les effets des fusions/acquisitions selon la nature des opérations : rachat hostile ou amical, acquisition de type horizontal ou vertical. En raison des nombreuses contradictions subsistant au sein de cette littérature, leurs résultats détaillés ne seront pas présentés ici. Ces divergences semblent à la fois provenir de l'hétérogénéité des échantillons (pays, période observée, secteur et taille des entreprises concernées) et de la difficulté qu'il y a à classer objectivement chaque opération dans une catégorie précise.

---

<sup>26</sup> L'échantillon se compose de 371 opérations, dont 169 initiées par des firmes étrangères. Les auteurs excluent de leur échantillon les acquisitions n'impliquant pas deux entreprises du même secteur d'activité.

<sup>27</sup> L'échantillon de contrôle est composé des sociétés indépendantes ou appartenant à un groupe français dont aucune filiale n'a été rachetée par un groupe étranger sur la période. Les auteurs combinent une méthode d'appariement (les sociétés acquises par un groupe étranger sont comparées à des sociétés indépendantes ayant des caractéristiques comparables *ex ante*) à un estimateur en double-différence, afin de contrôler l'effet de variables inobservables mais invariantes dans le temps.

<sup>28</sup> On parle d'investisseurs « activistes » dans le sens où ils ne se contentent pas d'une gestion passive de leurs investissements et souhaitent peser de façon significative sur la stratégie de l'entreprise. L'échantillon des auteurs est construit à partir des formulaires qui doivent être envoyés à la Securities and exchange commission (SEC) dans les dix jours en cas d'acquisition de 5 % ou plus d'une classe d'actions d'une entreprise cotée (« Schedule 13D »). En recoupant ces informations (qui comprennent notamment l'identité de l'investisseur et les motivations de son acquisition) avec une revue de presse, les auteurs parviennent à isoler un échantillon d'interventions « activistes ».

<sup>29</sup> Il convient de noter que certaines spécifications du modèle économétrique retenu par les auteurs aboutissent même à un impact positif de l'intervention sur les performances. Toutefois, l'analyse empirique ne permet pas de déterminer si cet impact positif est véritablement le produit de l'intervention ou s'il traduit simplement une meilleure capacité des *hedge-funds* à cibler les entreprises qui sont temporairement sous-évaluées par le marché.

## Encadré 2 : Opérations de « *Leverage Buy Out* » (LBO) et performances des entreprises cibles

Plusieurs études analysent les conséquences des opérations de LBO sur les performances et l'emploi des entreprises cibles (voir la synthèse de Kaplan et Strömberg, 2009). Ces opérations consistent à racheter les titres d'une société *via* une *holding*, qui finance cette acquisition en s'endettant et rembourse cette dette grâce aux dividendes que lui verse l'entreprise cible. Les conclusions de cette littérature sont les suivantes :

- **Les opérations de LBO auraient globalement un impact positif sur la profitabilité et la productivité des cibles à horizon de quelques années.** Kaplan et Strömberg (2009) apportent trois nuances à ce constat général : (i) il est possible que l'impact de ces opérations sur la profitabilité des entreprises diffère selon la période observée, (ii) la plupart des études se concentrent sur les opérations ciblant des entreprises cotées, qui ne sont pas nécessairement représentatives, et (iii) certaines études aboutissent à une baisse des dépenses de capital, ce qui pourrait se traduire par une baisse des performances à plus long terme.
- **En revanche, il n'existe pas de consensus concernant l'impact des LBO sur l'emploi.**
  - À partir d'un large échantillon (3 200 opérations) de LBO ayant visé des entreprises américaines entre 1980 et 2005, Davis et *al.*, (2013) montrent que les entreprises cibles connaissent une croissance relativement faible de leurs effectifs : l'entrée de nouveaux établissements dans le périmètre de ces entreprises (créations *ex nihilo* ou croissance externe) ne compenserait pas la baisse de l'emploi voire la fermeture des établissements préexistants. Cette tendance reflèterait un renouvellement du processus de production des entreprises cibles, qui fermentaient leurs établissements les moins productifs et ouvriraient/achèteraient des établissements plus efficaces.
  - À partir d'un échantillon de 839 transactions, Boucly et *al.*, (2011) montrent que les entreprises françaises rachetées par « *Leverage Buy Out* » (LBO) connaissent une croissance de l'emploi plus rapide que les entreprises non investies. Il convient toutefois de noter que, de l'aveu des auteurs, cette étude met en évidence une corrélation et non un lien de causalité, dans la mesure où la méthode d'appariement utilisée ne permet pas de complètement éliminer le biais de sélection (les fonds ciblant *a priori* des entreprises à fort potentiel).

Dans les travaux de Boucly et *al.*, (2011), l'impact positif sur la croissance de l'emploi concernerait surtout les transactions où le cédant est une personne physique (« *private-to-private* », 52 % de l'échantillon) et non celles où il s'agit d'un large conglomérat (« *divisional buyouts* », 27 % de l'échantillon) ou d'une entreprise cotée (« *public-to-private* », 4 % de l'échantillon). Or, ces deux dernières catégories de cédants étaient *a priori* moins exposées à des contraintes financières *ex ante*. Les auteurs en déduisent que leurs résultats positifs s'expliquent par le fait que les entreprises françaises sont davantage contraintes financièrement que les entreprises américaines. À cet égard, les auteurs soulignent que parallèlement à leur croissance, les entreprises ciblées par des transactions de type « *private-to-private* » se caractérisent par une hausse de leur ratio d'endettement (hors dette directement liée à l'opération de LBO, qui est portée par la *holding*), ce qui n'est pas le cas pour les transactions de type « *divisional buyouts* » ou « *public-to-private* » et traduirait un meilleur accès aux marchés financiers<sup>30</sup>.

<sup>30</sup> Dans le cas de rachats impliquant deux fonds (« *secondary LBO* », 15 % de l'échantillon), les entreprises rachetées connaissent une croissance significative de leurs performances (profitabilité, emploi, investissement) sans hausse de leur ratio d'endettement.

## 2.5. Les effets des rachats sur l'emploi des entreprises cibles sont plus ambigus.

**Sur données françaises, certaines études constatent que les sociétés indépendantes accélèrent leur développement après leur entrée dans un groupe (par prise de participation financière).** Sur la période 1990-1998, Picart (2004) étudie la trajectoire des sociétés indépendantes employant entre 50 et 500 salariés selon leur entrée ou non dans un groupe (que celui-ci soit français ou étranger) : en cas d'absorption par un grand groupe (plus de 3 000 salariés), le taux de croissance annuel de leurs effectifs passerait de 1,1 % durant les trois années qui précèdent le rachat à 3 % durant les trois années qui le suivent<sup>31</sup>. À l'inverse, les sociétés restant indépendantes sur toute la période détruisent des emplois. Cette étude reste toutefois descriptive et ses résultats doivent être interprétés avec précaution, l'auteur ne contrôlant pas les caractéristiques initiales des entreprises pouvant affecter leur croissance (âge, secteur, innovation, internationalisation etc.). À partir d'un travail économétrique plus fouillé, Fontagné et Toubal (*op. cit.*) constatent que la valeur ajoutée et l'emploi des industriels français rachetés par un groupe étranger diminuent l'année de l'opération, avant de croître significativement les années suivantes : au bout de trois ans, les entreprises rachetées emploient davantage que des entreprises initialement comparables mais restées indépendantes (toutes choses égales par ailleurs, les effectifs sont en moyenne 27 % plus élevés). Dauhautois et Petit (2013) constatent également un impact positif du rachat sur la croissance de l'emploi, dans les trois ans qui suivent le rachat : parmi les sociétés indépendantes employant initialement entre 50 et 500 salariés, celles rachetées par un groupe connaissent une progression moyenne de l'emploi de +21,7 employés à horizon de trois ans, contre seulement +10 employés pour celles restées indépendantes et pourtant comparables avant le rachat. Les auteurs ne distinguent pas les effets du rachat selon la nationalité de l'acquéreur (français ou étranger).

**Les études s'intéressant aux conséquences des LBO sur l'emploi parviennent à des conclusions contrastées** (*cf.* encadré 2). L'impact apparaît notamment conditionné aux contraintes financières initiales de l'entreprise cible : lorsqu'un LBO permet à cette dernière de lancer des projets rentables mais pour lesquels elle ne trouvait pas de financement, l'impact de l'opération sur l'emploi peut s'avérer positif. Au contraire, lorsque le LBO vise essentiellement à restructurer une entreprise en vue de la rendre plus efficace (*cf.* point 2.4), il devrait plutôt s'accompagner d'une baisse des effectifs.

**De manière générale, les effets des fusions/acquisitions sur l'emploi des entreprises cibles apparaissent hétérogènes et les conclusions des études disponibles doivent être interprétées avec prudence :**

- **Les effets positifs à un horizon de plusieurs années masquent potentiellement d'importantes restructurations au moment de l'acquisition.** L'analyse économétrique de Bunel et *al.*, (2009b) fait ressortir un impact négatif des fusions-absorptions sur l'emploi l'année de l'opération. Fontagné et Toubal (2010) font un constat similaire dans le cas des rachats par un groupe étranger (*cf. supra*). À partir d'un échantillon d'opérations de fusions/acquisitions initiées par des entreprises européennes, Gugler et Yurtoglu (2004) montrent que celles-ci ont abouti à une baisse de l'emploi des entreprises impliquées d'environ -10 % l'année de l'opération.
- **Les effets des opérations de fusion/acquisition sur l'emploi sont potentiellement conditionnés au fonctionnement du marché du travail et/ou aux conditions dans lesquelles les entreprises peuvent se financer.**

Gugler et Yurtoglu (2004) émettent l'hypothèse selon laquelle les fusions/acquisitions risquent davantage de s'assimiler à des réductions d'effectifs lorsqu'elles surviennent dans des pays où le marché du travail est relativement rigide. En effet, ces opérations facilitent les ajustements de la masse salariale car le remplacement de l'équipe dirigeante constitue l'opportunité de renégocier les contrats (explicites et

---

<sup>31</sup> Pour les sociétés indépendantes entrant dans un groupe de plus petite taille (moins de 3 000 salariés), le taux de croissance des effectifs ne s'élève pas après l'acquisition.

implicites) entre les parties prenantes (Schleifer et Summers, 1988). Or les pays ayant un marché du travail rigide risquent de se caractériser par une plus forte proportion d'entreprises en sureffectifs (les décisions d'embauches étant moins réversibles en fonction de la conjoncture) : pour ces dernières, les fusions/acquisitions constituent alors une opportunité relativement rare de revenir à un niveau d'emploi plus optimal. Gugler et Yurtoglu (2004) montrent ainsi que les opérations de fusions/acquisitions n'ont pas de conséquences négatives sur l'emploi aux États-Unis à très court terme, alors qu'elles détruisent des emplois en Europe<sup>32</sup> (cf. *supra*), où ils supposent les marchés du travail plus rigides.

Par ailleurs, dans les pays où l'accès aux marchés financiers et/ou aux crédits bancaires est plus difficile, le rachat par un groupe est davantage considéré comme un moyen de lever les contraintes financières de l'entreprise (cf. *supra*)

- **La croissance de l'emploi des sociétés rachetées se fait potentiellement au détriment des autres filiales (réallocation des ressources du groupe)**, ce qui rend le bilan macroéconomique plus incertain. Picart (2004) montre notamment que les grands groupes compensent les destructions d'emplois au sein des filiales existantes par des opérations de croissance externe. De manière générale, les études citées plus haut ne contrôlent pas dans quelle mesure les nouvelles filiales bénéficient d'apports d'actifs et/ou de personnel venant des filiales plus anciennes.
- **Les effets de l'acquisition par un groupe semblent dépendre du niveau de qualification des travailleurs.** Sur données françaises, Margolis (2006) montre que la probabilité, pour les salariés des firmes rachetées, de rester dans l'entreprise un an après l'acquisition s'accroît notamment avec l'ancienneté sur le poste, l'âge et le fait d'être un col bleu qualifié. De manière générale, l'entreprise acquise et l'acheteur garderaient leurs meilleurs profils<sup>33</sup>, quel que soit l'horizon retenu à court terme (1, 2 ou 5 ans). Sur données finlandaises, Huttunen (2007) montre que l'acquisition par un groupe, qu'il soit domestique ou étranger, réduit progressivement la part des travailleurs très diplômés dans la masse salariale (effet qui ne deviendrait significatif qu'au bout de 3 ans). Ce résultat semble valider l'hypothèse selon laquelle les équipes dirigeantes risquent davantage de partir de l'entreprise suite au rachat que les travailleurs moins qualifiés. Selon Huttunen (2007), l'acquisition par un groupe étranger accroîtrait aussi progressivement les salaires, cette hausse étant plus importante pour les travailleurs diplômés<sup>34</sup>.

## **2.6. L'impact des rachats sur les activités de R&D, sur l'innovation ou sur le degré d'internationalisation des cibles dépend des motivations initiales de l'acquéreur**

**Le lien entre innovation / R&D / internationalisation d'un côté et rachat par un groupe de l'autre dépend largement de la stratégie industrielle sous-jacente :**

- Dans le cas de stratégies d'« *asset-exploiting* » (rachat d'une société afin d'exploiter ses propres avantages comparatifs), les sociétés rachetées vont utiliser la technologie de la maison-mère et n'ont donc ni les incitations, ni l'autonomie pour engager des activités de recherche et/ou d'innovation. Il y a alors substitution entre activités de R&D de la fille et celles de la mère. Les résultats de Stiebale et Reize (2011), qui établissent un impact négatif du rachat par un groupe étranger sur la

<sup>32</sup> Les auteurs se fondent sur l'analyse de 646 opérations de fusions/acquisitions initiées par des entreprises cotées, dont 364 initiées par des firmes américaines et 282 par des firmes européennes (104 par des firmes britanniques, 65 par des firmes allemandes, seulement 12 par des firmes françaises).

<sup>33</sup> Que l'auteur définit comme les salariés dont la rémunération liée aux caractéristiques individuelles fixes (observables ou inobservables) est la plus élevée.

<sup>34</sup> Contrairement à l'effet sur la part de travailleurs diplômés dans la masse salariale, cet effet positif sur les salaires serait spécifique aux rachats par une entreprise étrangère. Les auteurs fournissent plusieurs explications à cette hausse des salaires : hausse de la productivité captée par les salariés ; nécessité de mieux payer les salariés pour prévenir la démission de ceux qui détiennent un savoir-faire spécifique et/ou adoucir les relations sociales dans l'entreprise.

probabilité d'engager des dépenses de R&D ainsi que l'intensité de R&D<sup>35</sup>, illustrent cette logique.

Le même raisonnement peut s'appliquer concernant le lien entre rachat par un groupe et degré d'internationalisation. Par exemple, Fontagné et Toubal (2010) montrent que l'intensité d'exportation (part des exportations dans les ventes) des industriels français rachetés par un groupe étranger tendrait à diminuer à court terme : les auteurs interprètent ce résultat comme une perte d'autonomie d'exportation au profit d'autres filiales du groupe.

- Dans le cas de stratégies d'« *asset-seeking* », le rachat est motivé par des complémentarités technologiques et peut donc aboutir à une hausse des activités de R&D, *via* plusieurs mécanismes : meilleur accès aux financements, effets d'envergure augmentant le rendement de l'innovation, accès à des technologies complémentaires réduisant le coût de l'innovation. Sur un échantillon d'entreprises industrielles espagnoles, Guadalupe et *al.*, (2012) montrent par exemple que les sociétés rachetées par des capitaux étrangers accroissent leurs activités d'innovation *ex post*, et en particulier leurs innovations de procédés : les auteurs expliquent ce résultat par une potentielle diminution du coût de l'innovation pour l'entreprise rachetée (accès à de meilleures technologies) ainsi qu'une hausse de son rendement (*via* l'accès à de nouveaux marchés, qui permettent de mieux rentabiliser certains investissements). À partir d'un panel d'industriels français, Bertrand (2009) estime que le rachat par un groupe étranger accroît à la fois les dépenses de R&D interne et de R&D externe des sociétés rachetées, cette croissance des budgets de R&D étant partiellement financée par le groupe acquéreur. Notons toutefois que l'échantillon de cette dernière étude exclut les entreprises de moins de 20 salariés.

**Par ailleurs, la simple menace d'un rachat peut contribuer à modifier les comportements des dirigeants en matière d'investissement en R&D *ex ante*, ce qui biaise l'interprétation des études empiriques :**

- Les dirigeants peuvent tendre à négliger les investissements de R&D *ex ante* s'ils anticipent qu'ils n'en récolteront pas les fruits ;
- Afin de diminuer le risque d'un rachat de leur entreprise, les dirigeants pourraient privilégier des projets visibles et dégageant des profits à très court terme afin de satisfaire les actionnaires actuels, au détriment des dépenses en R&D.
- Les jeunes entreprises innovantes peuvent être incitées à « surinvestir » en R&D afin de se signaler auprès de grands groupes et d'améliorer leur rapport de force lors de négociations pour un rachat. Phillips et Zhdanov (2012) montrent en effet que les dépenses de R&D rapportées au chiffre d'affaires s'accroissent avec la probabilité de rachat<sup>36</sup>, cet effet étant décroissant avec la taille de l'entreprise.

**Enfin, quand bien même les dépenses de R&D des sociétés rachetées augmenteraient *ex post*, celles-ci se substituent potentiellement aux dépenses de R&D de l'acquéreur, ce qui rend l'impact agrégé incertain.** En particulier, certaines grandes entreprises s'engagent dans des acquisitions de *start-up* afin de compenser la baisse de productivité de leurs propres investissements en R&D<sup>37</sup> (cas de plusieurs laboratoires pharmaceutiques par exemple). Les activités de R&D ne font alors que se déplacer vers la périphérie du groupe et vers les filiales les plus jeunes.

<sup>35</sup> Afin de limiter le biais d'endogénéité entre rachat par un groupe étranger et innovation, les auteurs instrumentent la décision de rachat par un groupe étranger par le fait d'appartenir à une région proche de la frontière (les coûts de transport influant sur la localisation des firmes multinationales).

<sup>36</sup> Approximée avec la valeur moyenne des actifs rachetés au sein du même secteur sur les années précédentes.

<sup>37</sup> À partir d'un petit échantillon (84 entreprises) composé des plus grandes entreprises des secteurs des biotechnologies, des semi-conducteurs et de la conception assistée par ordinateur électronique, Wagner (2008) montre par exemple que le nombre de rachats décroît avec la part des dépenses de R&D dans les ventes, et que les cibles se caractérisent par un nombre de brevets supérieur à celui de l'acquéreur avant l'acquisition.

### **3. Indépendamment de leurs effets directs sur les sociétés rachetées, les fusions/acquisitions exercent une fonction de contrôle des dirigeants et contribuent à dynamiser l'ensemble du tissu productif**

#### **3.1. Les mesures visant à protéger les dirigeants de rachats hostiles s'accompagnent d'un moindre dynamisme du tissu industriel**

**Les fusions/acquisitions peuvent constituer un moyen de contrôle efficace des dirigeants gérant mal leur entreprise.** En effet, sans contrôle extérieur, les dirigeants peuvent tendre à adopter plusieurs comportements néfastes au développement de leur entreprise, et *in fine* aux intérêts de leurs actionnaires, si ceux-ci n'exercent pas un contrôle suffisamment étroit de l'entreprise : politique d'acquisitions à un coût disproportionné par rapport aux gains économiques ; moindre inclination à faire évoluer l'entreprise, du fait de contrats tacites avec les parties prenantes (salariés, fournisseurs) ; politique de rémunération très généreuse afin d'acheter la « paix sociale ». Une situation où les actifs de l'entreprise sont insuffisamment rentabilisés expose les dirigeants à un changement d'actionnaires, dès lors que ces derniers peuvent se voir proposer un prix supérieur à celui de la valeur actuelle de leurs stocks. Cette menace d'un rachat, qui conduirait vraisemblablement à un changement de l'équipe dirigeante, peut inciter les dirigeants en place à adopter une stratégie plus conforme aux intérêts de l'entreprise.

**Toutefois, cette menace de rachat peut aussi théoriquement conduire à une certaine myopie du management, au détriment de la pérennité de l'entreprise à plus long terme :**

- Les dirigeants peuvent tendre à négliger les investissements de long terme s'ils anticipent qu'ils n'en récolteront pas les fruits (Schleifer et Summers, 1988) ;
- Afin de diminuer le risque d'un rachat, les dirigeants pourraient privilégier des projets visibles et dégagant des profits à très court terme afin de satisfaire les actionnaires actuels, au détriment des investissements de long terme (Stein, 1988 ; Maher et Andersson, 2002).

**Si l'impact d'une menace de rachat a des effets ambigus d'un point de vue théorique, les études empiriques montrent que la pression qu'exercent les fusions/acquisitions sur le management a plutôt un impact positif sur le tissu économique.** Ces études s'intéressent à la mise en place de mesures destinées à protéger les dirigeants d'offres publiques d'achat (OPA) hostiles et montrent qu'elles sont généralement associées à de moins bonnes performances des entreprises.

**Bertrand et Mullainathan (2003) s'intéressent aux effets des lois « anti-acquisition » (« antitakeover ») votées par certains États américains dans la fin des années 1980,** lois qui consistent à accorder au conseil d'administration un droit de veto sur le rachat de leur entreprise (« *business combination laws* »<sup>38</sup>). En effet, ces lois imposent un moratoire (de trois à cinq ans) sur un certain nombre de transactions (parmi lesquelles figurent les ventes d'actifs ou les fusions) entre l'entreprise cible et l'acheteur potentiel dès lors que ce dernier compte dépasser un certain seuil de détention du capital, à moins que le conseil d'administration donne son accord<sup>39</sup>. À partir d'une analyse en double différence, les auteurs montrent que **le vote de ces lois anti-acquisitions s'est traduit, pour les entreprises qui**

---

<sup>38</sup> Ces expériences naturelles présentent un double intérêt d'un point de vue méthodologique : d'une part, l'application de ces lois n'est pas déterminée par la localisation de l'activité mais par l'État dans lequel l'entreprise est immatriculée, ce qui permet de distinguer l'impact de la loi de chocs conjoncturels propres à un État donné ; d'autre part, le vote de ces lois n'aurait pas résulté de pressions collectives des entreprises des États concernés (dans quel cas les résultats de l'étude auraient été biaisés), mais plutôt d'actions de lobbying d'une petite poignée d'entreprises, ce qui limite le biais d'endogénéité.

<sup>39</sup> Or, les auteurs supposent que l'équipe dirigeante influence de manière importante les décisions du conseil d'administration. Par ce biais, les dirigeants en place auraient la possibilité de bloquer les opérations de rachat.

en bénéficiaient, par une hausse des salaires des cols bleus et des cols blancs<sup>40</sup>, une baisse du nombre de créations et de destructions d'établissements et une baisse de la productivité et de la profitabilité (dans un horizon de deux ans après le passage de la loi). Les auteurs en déduisent que les dirigeants d'entreprise tendent à « acheter la paix avec leurs salariés » *via* des hausses de salaires et à éviter les décisions difficiles (restructuration, fermeture de sites) lorsqu'ils ne peuvent être sanctionnés par un changement d'actionnaire qui impliquerait leur licenciement. À l'inverse, les auteurs ne valident pas l'hypothèse selon laquelle les dirigeants cherchent à constituer des « empires » contre l'intérêt de leurs actionnaires, étant donné que les lois ont eu un effet plutôt neutre sur la taille des entreprises et ont plutôt limité leurs opérations d'acquisitions.

**Atanassov (2013) s'intéresse plus spécifiquement aux effets des lois « anti-acquisition » votées aux États-Unis sur l'innovation des entreprises**, avec une méthodologie très similaire à celle de Bertrand et Mullainathan (*op. cit.*) à partir des mêmes expériences naturelles<sup>41</sup>. L'auteur approxime l'innovation par le nombre de brevets, leur qualité étant mesurée avec le nombre de citations par brevet<sup>42</sup>. **L'effet du vote des lois « anti-acquisitions » sur l'innovation des entreprises serait significativement négatif à horizon de trois / quatre ans**. Pour l'auteur, ce résultat reflète le caractère disciplinant d'une menace d'acquisition, qui contraint les dirigeants à se focaliser sur les projets les plus pertinents pour l'entreprise à long terme.

**Bebchuk et Cohen (2005) examinent quant à eux les performances relatives des entreprises cotées américaines ayant mis en place des conseils d'administration à plusieurs étages (« staggered boards »)**. Ces conseils consistent à créer plusieurs catégories d'administrateurs, élus à des années différentes, de sorte que le remplacement total d'une équipe dirigeante par d'éventuels nouveaux actionnaires devient plus long. Cette mesure de défense, qui n'empêche pas un nouvel actionnaire d'acquérir un bloc de contrôle, est généralement associée à d'autres instruments de défense communément qualifiés de « pilules empoisonnées » (« *poison pills* ») : il s'agit d'une palette large d'actions destinées soit à renchérir le coût du rachat (notamment en diluant le capital<sup>43</sup>), soit à diminuer l'attrait de la cible pour l'acquéreur (hausse de l'endettement, garanties financières données aux clients en cas de changement de produit, blocage de certains actifs clés de l'entreprise etc.). Bebhuk et Cohen (2005) établissent une corrélation négative entre valeur de l'entreprise<sup>44</sup> et mise en place de conseils d'administration à étages<sup>45</sup>. Si corrélation ne vaut pas causalité, le bilan des « *staggered boards* » apparaît négatif quel que soit le sens de la causalité : en effet, soit cette corrélation implique un impact négatif des conseils d'administration à étages sur les performances de l'entreprise, soit elle implique que ce sont les entreprises les moins performantes qui mettent en place ce type de mesures. Dans ce dernier cas, ceci signifierait que ce moyen de protection vis-à-vis des OPA hostiles profite surtout aux entreprises les moins productives, pour lesquelles un changement de management apparaîtrait pourtant plus justifié.

---

<sup>40</sup> L'impact sur les salaires des cols blancs est moins robuste dans la mesure où les auteurs ne peuvent, pour cette variable, distinguer l'impact de la loi de l'impact de chocs conjoncturels propres à l'État (les salaires des cols blancs n'étant pas connu au niveau des établissements).

<sup>41</sup> En guise de test de robustesse, l'auteur s'intéresse aux effets de deux autres types de lois limitant les rachats hostiles : (i) lois de type « *fair price* », qui consistent à imposer aux acquéreurs, à partir d'un certain seuil d'actions achetées, de payer ces actions au prix le plus élevé payé sur une période donnée (ii) les lois de type « *control share acquisition* », qui donnent le droit aux actionnaires minoritaires de décider si le nouveau bloc d'actionnaires dispose de droits de vote.

<sup>42</sup> Afin de tenir compte du fait que tous les secteurs ne recourent pas aux brevets pour protéger leurs inventions, l'auteur restreint son analyse aux secteurs les plus utilisateurs des brevets en guise de test de robustesse. Les résultats obtenus sur ce sous-échantillon sont identiques.

<sup>43</sup> Il s'agit par exemple d'offrir la possibilité aux actionnaires actuels d'acheter de nouvelles actions à un prix avantageux lorsqu'un nouvel acheteur tente d'acquérir un bloc de contrôle, ou encore de distribuer aux salariés des stock-options immédiatement converties au moment du rachat.

<sup>44</sup> Mesurée par le Q de Tobin (valeur de marché de l'entreprise rapportée au coût de remplacement de ses actifs). Pour chaque firme, celui-ci est rapporté à la médiane du secteur.

<sup>45</sup> L'échantillon est constitué de firmes cotées américaines et se concentre sur la période 1995 – 2002, durant laquelle 60 % de ces entreprises avaient mis en place un conseil d'administration à plusieurs étages.

### 3.2. La prise de contrôle par des capitaux étrangers accroît le risque de sanction des entreprises insuffisamment efficaces

**En contrepartie des avantages que procure l'appartenance à un groupe, les sociétés rachetées s'exposent à la concurrence des autres filiales au sein du groupe.** Les groupes cherchent de façon permanente à optimiser les revenus de leurs différentes filiales en fonction de leurs spécialisations et de leurs coûts respectifs. Lorsque plusieurs filiales du groupe fabriquent un même bien, la fermeture de l'une d'entre elles peut alors s'avérer rationnelle si sa production peut être transférée vers une autre filiale plus rentable. En transférant la production vers un site où le coût marginal de production est plus faible, le groupe peut obtenir une baisse du prix du produit (Dixit, 1989 ; Dixit et Pindyck, 1994) et, par la suite, une augmentation de la demande qui lui est adressée (Alvarez, 1998). Cette baisse du prix du produit conduit alors à une perte de rentabilité de la filiale initiale<sup>46</sup>. Au lieu de consentir des investissements importants pour améliorer son rendement, le groupe peut alors privilégier sa fermeture<sup>47</sup>.

**Les filiales de groupes dont les dirigeants sont de nationalité étrangère peuvent s'avérer plus vulnérables à cette concurrence interne, indépendamment de critères objectifs de localisation.** Bien que le critère de nationalité ne modifie pas, en théorie, le comportement des actionnaires (dans l'hypothèse où ces derniers ne cherchent qu'à maximiser leurs profits), il peut en revanche influencer sur le comportement des dirigeants, ces derniers pouvant céder à des pressions sociales ou politiques venant de leur pays d'origine contre l'intérêt de leurs actionnaires. Ces pressions peuvent notamment les amener à privilégier d'autres localisations lors du redéploiement de l'activité de l'entreprise, indépendamment de critères objectifs (potentiel de marché, main d'œuvre qualifiée etc.). Dans ce cas de figure, la capacité des multinationales à réorganiser leur activité à l'échelle mondiale peut alors soumettre les entreprises sous contrôle étranger à un risque de fermeture accru, en les mettant en concurrence directe avec les autres filiales étrangères du groupe<sup>48</sup>.

**Sur données françaises, plusieurs travaux ont montré que les entreprises sous contrôle étranger ont une propension plus élevée à délocaliser leurs activités.** La récente enquête de l'Insee sur les chaînes d'activité mondiales (Fontagné et D'Isanto, 2013) permet d'apprécier l'ampleur du phénomène des délocalisations entre 2009 et 2011, sur le champ des sociétés de plus de 50 salariés encore actives en 2012. Elle fait notamment ressortir qu'environ 21 % des sociétés de plus de 50 salariés qui appartiennent à un groupe étranger ont délocalisé une partie de leurs activités sur la période 2009 – 2011, contre 4 % en moyenne<sup>49</sup>. À partir d'un échantillon de 4 000 entreprises industrielles françaises, Pliquet et Riedinger (2008) montrent également que les entreprises sous contrôle étranger ont une probabilité de délocaliser leur activité supérieure de 7 points de pourcentage par rapport aux entreprises indépendantes<sup>50</sup>, indépendamment d'autres caractéristiques objectives. Un travail plus ancien de l'Insee, visant à estimer le nombre d'emplois délocalisés sur la période 1995 – 2001 (Aubert et Sillard, 2005), suggérait également que les groupes étrangers délocalisent davantage leur activité que les groupes français (en particulier vers des pays à haut revenu), ce qui est cohérent avec l'idée selon laquelle les groupes multinationaux privilégient leur implantation d'origine lorsqu'ils restructurent leur activité.

---

<sup>46</sup> En présence d'une faible élasticité-prix de la demande ou d'une concurrence élevée dans le secteur, la demande supplémentaire adressée à l'entreprise est généralement trop faible pour que l'augmentation des volumes de production suffise à compenser la baisse du prix de vente. Le site initial se trouve alors en surcapacité et moins rentable que le site vers lequel a été transféré l'essentiel de la production.

<sup>47</sup> Plus formellement, une filiale continue d'opérer si les revenus qu'elle génère à long terme sont supérieurs à la somme des coûts de production et du coût d'opportunité du capital, qui correspond au rendement espéré si le capital était investi ailleurs.

<sup>48</sup> Görg et Strobl (2003) parlent de multinationales « sans attaches » (« *footloose multinationals* »).

<sup>49</sup> Selon la même étude, la décision de délocaliser proviendrait plus généralement de stratégies élaborées par la tête de groupe, quelle que soit la zone de délocalisation.

<sup>50</sup> Pour les entreprises appartenant à un groupe français, cette probabilité serait supérieure de 5 points de pourcentage par rapport aux sociétés indépendantes.

Précisons que ces études n'établissent pas de lien entre la décision de délocaliser et un éventuel rachat par une entreprise étrangère. En effet, elles ne font pas de distinction entre les filiales de groupes étrangers créées *ex nihilo* et les entreprises initialement sous capitaux français puis rachetées par un groupe étranger.

**Les études empiriques fournissent toutefois des conclusions contradictoires concernant le lien entre mortalité des entreprises et contrôle par des capitaux étrangers** (voir la revue de Wagner et Weche Gelüche (2012), aucune étude académique n'ayant été réalisée pour la France à notre connaissance). Si ces divergences peuvent découler de différences méthodologiques, elles peuvent également résulter de conjonctures macroéconomiques différentes selon les périodes étudiées ainsi que des spécialisations industrielles propres à chaque pays. En particulier, les pays spécialisés dans des activités à haute intensité technologique ou nécessitant un capital humain spécifique sont potentiellement moins vulnérables au redéploiement international des firmes multinationales. En effet, l'existence d'un savoir-faire spécifique, et difficilement reproductible ailleurs, limite la capacité des multinationales à changer de localisation ; par ailleurs, les gains que peuvent tirer les entreprises étrangères de la collaboration avec des entreprises locales sont conditionnés à une présence physique locale (échanges d'informations tacites, effets de réseau).

## Conclusion

La thèse selon laquelle la croissance des PME serait entravée par des comportements de prédation des grands groupes n'est pas vérifiée par les études empiriques disponibles. Celles-ci démontrent au contraire que les PME rachetées par des groupes, qu'ils soient français ou étrangers, bénéficient de gains de productivité à un horizon de quelques années par rapport aux PME restées indépendantes (et ce même après prise en compte du phénomène de « *cherry picking* »). Ce constat positif appelle toutefois quelques nuances. Premièrement, le bilan sur l'emploi de l'entreprise rachetée reste ambigu : bien que les études sur données françaises concluent à un impact positif à horizon de quelques années, ce résultat peut masquer des restructurations importantes au moment de l'opération, ainsi qu'un impact négatif pour les salariés les moins protégés dans l'emploi. Deuxièmement, des incertitudes demeurent concernant le nombre de « *start-up* » absorbées et les conséquences de ces rachats sur le renouvellement du tissu productif. Les rapprochements entre grands groupes soulèvent quant à eux des problématiques plus complexes, non abordées dans ce document, et appellent à une analyse au cas par cas.

Au-delà de leur impact sur les performances des entreprises impliquées, la littérature économique suggère que les fusions/acquisitions exercent sur l'ensemble des entreprises une fonction de contrôle des dirigeants et des actionnaires, en stimulant chez eux la recherche d'efficacité des moyens investis. Plusieurs études sur données américaines montrent notamment que les mesures consistant à protéger les entreprises de rachats hostiles se sont traduites par une perte d'efficacité du tissu productif dans son ensemble, les dirigeants tendant alors à différer la nécessité de prendre des décisions difficiles (restructurations, modération salariale). Cet effet globalement positif des fusions/acquisitions n'est toutefois pas incompatible avec un phénomène plus ponctuel d'attentisme du management au détriment des investissements de long terme, lorsque la perspective d'un rachat de l'entreprise se fait plus précise.

## Références bibliographiques

- Alvarez (1998), "Exit strategies and price uncertainty: a Greenian approach", *Journal of Mathematical Economics* 29 (1998) 43-56.
- Artus, P. (2011), « Le mal français: l'absorption des PME innovantes et exportatrices par les grands groupes », Natixis, *Flash Économie* n°473, 21 juin.
- Atanassov, J. (2013), "Do hostile takeovers stifle innovation? Evidence from antitakeover legislation and corporate patenting", *Journal of Finance*, 68(3):1097-1131.
- Aubert, P. et Sillard, P. (2005), « Délocalisations et réductions d'effectifs dans l'industrie française », *Document de travail de la DESE*, INSEE, G 2005/03.
- Banque de France, observatoire des entreprises (2011), « Les entreprises en France en 2010 : une situation en demi-teinte », *Bulletin de la Banque de France* n°186, 4<sup>ème</sup> trimestre.
- Barrot, J-N, Lelarge, C., Honkanen, P., Molesin, J. et Alik-Lagrange, A. (2011), « Le rachat de jeunes entreprises technologiques innovantes : mesure et analyse », rapport au Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, septembre.
- Beauvois, M., Rivière P., Beaudreau, M. et Corbe, I P. (1999), « *Citrus, système général de traitement des restructurations* », documentation Insee, e9910.
- Bebchuk, L., Brav, A. et Jiang, W. (2013), "The long-term effects of hedge fund activism", *Columbia Business School Research Paper*, n°13-66.
- Bebchuk, L.A. et Cohen, A. (2005), "The cost of entrenched boards", *Journal of Financial Economics*, 78:409-433.
- Béguin, J-M., Hecquet, V. et Lemasson, J. (2012), « Un tissu productif plus concentré qu'il ne semblait », *INSEE Première*, n°1399, mars.
- Bertrand, M. et Mullainathan, S. (2003), "Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences", *Journal of Political Economy*, 111(5):1043-1075.
- Bertrand, O. et Zitouna, H. (2008), "Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance?", *Applied Economics*, 40:2221-2238.
- Bertrand, O. (2009), "Effects of foreign acquisitions on R&D activity: evidence from firm-level data for France", *Research Policy* 38(6):1021-1031.
- Blonigen, B.A., Fontagné, L., Sly, N. et Toubal, F. (2012), "Cherries for sale: export networks and the incidence of crossborder M&A", document de travail du NBER n°18414.
- Boucly, Q., Sraer, D. et Thesmar, D. (2011), "Growth LBOs", *Journal of Financial Economics*, 102(2):432-453.
- Bunel, M., Duhautois, R. et Gonzalez, L. (2009a), « Types de fusions/acquisitions et évolution de l'emploi des entreprises restructurées », *Travail et Emploi*, n°117, janvier-mars.
- Bunel, M., Duhautois, R. et Gonzalez, L. (2009b), « Effets de court terme des restructurations sur l'emploi : une analyse sur données françaises (1996 – 2005) », *Revue française d'économie*, 24(2):85-124.
- Coutinet, N. et Sagot-Duvaurox, D. (2003), « Économie des fusions et acquisitions », Collection Repères.
- Criscuolo, C. et Martin, R. (2009), "Multinationals and U.S. productivity leadership: evidence from Great Britain", *Review of Economics and Statistics*, 91(2):263-81.
- Davis, S.J., Haltiwanger, J.C., Handley, K., Jarmin, R.S., Lerner, J. et Miranda, J. (2013), "Private equity, jobs and productivity", *NBER working paper*, n°19458.
- Delarre, S. et Duhautois, R. (2003), « La mobilité intra-groupe des salariés : le poids de la proximité géographique et structurale », *Économie et Statistique* n°369-370, pages 173-190.

- Dixit, A. (1989), "Entry and exit decisions under uncertainty", *Journal of Political Economy*, 97, 620-638.
- Dixit, A. et Pindyck, R. (1994), "Investment Under Uncertainty", *Princeton University Press*, Princeton.
- Duhautois, R. et Petit, H. (2013), « Que deviennent les entreprises acquises par des groupes ? », *Revue d'économie industrielle* n°144, 4<sup>ème</sup> trimestre.
- Dunning, J.R. (1977), "Trade, Location of the Economic Activity, and the Multinational Enterprise: search for an eclectic approach", dans *The International Allocation of Economic Activity*, Ed. B. Ohlin, P.O. Hesselborn, et P.M. Wijkman. New-York, Holmes et Meier.
- Fontagné, L. et Toubal, F. (2010), « Investissement Direct Etranger et performances des entreprises », *rapport pour le Conseil d'Analyse Économique* n°89.
- Fontagné, L. et D'Isanto, A. (2013), « Chaînes d'activité mondiales : des délocalisations d'abord vers l'Union européenne », *INSEE Première*, n°1451, juin.
- Görg, H. et Strobl, E. (2003), "Footloose multinationals", *The Manchester School*, 71 (1):1-19.
- Grossman, S.J. et Hart, O.D. (1986), "The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- Gugler, K. et Yurtoglu, B.B. (2004), "The effects of mergers on company employment in the USA and Europe", *International Journal of Industrial Organization*, 22(4):481-502.
- Guadalupe, M., Kuzmina, O. et Thomas, C. (2012), "Innovation and foreign ownership", *American Economic Review*, 102(7):3594-3627.
- Hart, O.D. (1995), "Firms contracts and financial structure", Oxford University Press, Oxford.
- Hart, O.D. et Moore, J. (1990), "Property rights and the nature of firms", *Journal of Political Economy*, 98:1119-158.
- Huttunen, K. (2007), "The effect of foreign acquisition on employment and wages: evidence from finnish establishments", *Review of Economics and Statistics*, 89(3):497-509.
- Jovanovic, B. et Rousseau, P.L. (2002), "The Q-theory of mergers", *American Economic Review*, 92:198-204.
- Kaplan, S.N. et Strömberg, P. (2009), "Leveraged buyouts and private equity", *Journal of Economic Perspectives*, 23(1) :121-146.
- Kremp, E. et Sevestre, P. (2000), « L'appartenance à un groupe facilite le financement des entreprises », *Économie et Statistiques* n°336, pages 76-92.
- Lichtenberg, F.R et Siegel, D. (1987), "Productivity and changes of ownership in manufacturing plants", *Brookings Papers on Economic Activity*, 18(3):643-84.
- Maher, M. et Andersson, T. (2002), "Corporate governance: effects on firm performance and economic growth", dans McCahery, J., Renneboog, L., Moerland, P. et Raaijmakers, T. (eds.) *Corporate governance regimes: convergence and diversity*, Oxford University Press, Oxford.
- Maksimovic, V. et Phillips, G. (2001), "The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains", *Journal of Finance*, 59:2019:65.
- Margolis, D. (2006), "Should employment authorities worry about mergers and acquisitions?", *Portuguese Economic Journal*, 5(2):167-194.
- Morck, R., Schleifer, A. et Vishny, R.W. (1990), "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance*, 45:31-48.
- Narula, R. et Zanfei, A. (2003), "Globalisation of innovation: the role of multinational enterprises", *DRUID working paper* n°03-15.

- Nefussi, B. (2007), « Les groupes absorbent des sociétés à fort potentiel », *Insee Première*, n°1144, juillet.
- Oberhofer, H. (2013), “Employment effects of acquisitions: evidence from acquired European firms”, *Review of Industrial Organization*, 42(3):345-63.
- Phillips, G.M. et Zhdanov, A. (2013), “R&D and the incentives from merger and acquisition activity”, *The Review of Financial Studies*, 26(1):34-78.
- Picart, C. (2004), « Le tissu productif : renouvellement à la base et stabilité au sommet », *Économie et Statistique* n°371, pages 89-108.
- Pliquet, E. et Riedinger, N. (2008), « Les implantations à l'étranger des entreprises industrielles françaises : entre délocalisations et conquête de nouveaux marchés », *Le 4 pages du SESSI* n°246, mai.
- Schleifer, A. et Summers, L. (1998), “Breach of trust in hostile takeovers” dans Auerbach, A. (ed) *Corporate takeovers: causes and consequences*, University of Chicago Press, Chicago, pages 33-55.
- Stein, J.C. (1988), “Takeover threat and managerial myopia”, *Journal of Political Economy*, 96(1):61-80.
- Stiebale, J. et Reize, F. (2011), “The impact of FDI through mergers and acquisitions on innovation in target firms”, *International Journal of Industrial Organization* 9(2):155-67.
- Wagner, M. (2008), “Technology sourcing by large incumbents through acquisition of small firms”, *SFB 649 Discussion paper n°2008,055*.
- Wagner, J., et Weche Gelüche, J.P. (2012), “Foreign ownership and firm survival: first evidence for enterprises in Germany”, *Economie Internationale* n°132, Q4.
- Williamson, O.E. (1985), “The Economic Institutions of Capitalism”, The Free Press, New York.

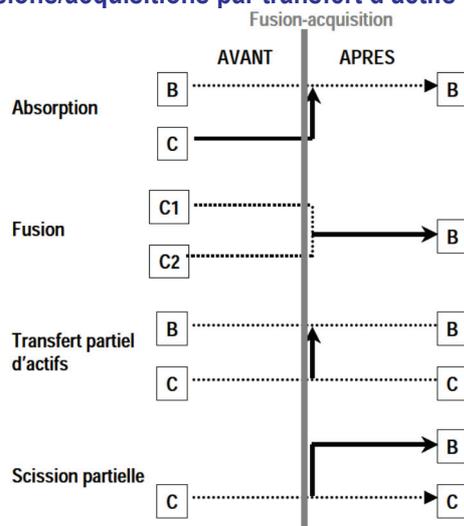
## ANNEXE 1 : Typologie des fusions/acquisitions et données disponibles

### 1) Types de fusions/acquisitions

Une entreprise souhaitant prendre le contrôle d'une autre peut opérer par transfert d'actifs ou par prise de participation financière (voir Coutinet et Sagot-Duvaouroux, 2003). Les prises de contrôle par transfert d'actifs peuvent prendre plusieurs formes (résumées dans le graphique 1) :

- **Absorption** : la société absorbante reçoit l'actif et le passif de la société absorbée, laquelle disparaît à l'issue de l'opération.
- **Fusion** : deux ou plusieurs sociétés se dissolvent pour créer une nouvelle société qui reprend la totalité de leurs patrimoines (actifs et dettes). Les actionnaires des sociétés dissoutes reçoivent des titres de la nouvelle société.
- **Transfert partiel d'actifs** : une société apporte une partie de ses actifs à une autre, les deux sociétés continuant d'exister par la suite. Ces transferts peuvent notamment avoir lieu à l'issue d'une fusion si les autorités de la concurrence contraignent la nouvelle entité à se délester de certaines activités pour lesquelles elle dispose d'une position dominante.
- **Scission** : la société disparaît et transmet son patrimoine à deux (ou plusieurs) sociétés nouvelles ou existantes. Ces opérations précèdent ou accompagnent fréquemment les opérations de fusions/acquisitions quand elles se traduisent par une modification des activités de la nouvelle entité.

Graphique 1 : types de fusions/acquisitions par transfert d'actifs



Source : Bunel et al., (2009a).

Lecture : B représente l'entreprise bénéficiaire, C l'entreprise cédante. La flèche en gras matérialise le transfert d'actifs.

La prise de contrôle d'une autre entreprise peut aussi prendre la forme d'une prise de participation financière (filialisation ou acquisition d'une quantité de titres suffisamment importante pour obtenir une minorité de blocage), sans transfert intégral des actifs ou des salariés de la société cible (celui-ci peut en revanche être partiel). Contrairement à une absorption, la société rachetée continue alors d'exister : c'est pourquoi les études empiriques se focalisent sur ces formes d'acquisitions.

Le fait que les études disponibles se focalisent le plus souvent sur les conséquences des rachats d'entreprises prenant la forme d'une prise de participation financière (faute d'informations sur le devenir de l'entreprise rachetée en cas d'absorption) implique **un biais de sélection étant donné que les caractéristiques de l'entreprise cible peuvent**

**déterminer les modalités du rachat.** En effet, les rachats prenant la forme d'une prise de participation financière (rachat des parts sociales ou des titres de l'entreprise) sont plus fréquents dans certaines situations :

- Le cédant souhaite recevoir le produit de la vente sous forme de liquidités (et non sous forme de titres de la nouvelle entité créée). Il s'agit par exemple d'un dirigeant partant à la retraite ou d'un entrepreneur souhaitant investir dans une nouvelle société. Dans le cas d'une fusion-absorption, les associés des sociétés qui transmettent leur patrimoine ne peuvent recevoir que des parts ou des actions des sociétés bénéficiaires et, éventuellement, une soulte en espèces dont le montant ne peut dépasser 10 % de la valeur nominale des parts ou des actions attribuées (article L236-1 du code de commerce).
- Il s'agit d'une opération de « *Leverage Buy Out* » (LBO), qui implique la création d'une *holding* rachetant les titres de la société (voir partie 2.5).
- La société acquise présente un risque de subir des pertes très importantes et/ou s'avère très endettée. Il peut par exemple s'agir d'une *start-up* prometteuse mais ne dégagant pas encore de revenus et ayant un besoin de fonds de roulement important. L'acquéreur peut alors privilégier le maintien d'une entité juridique distincte afin de cloisonner les risques et d'éviter que les éventuelles pertes n'engagent ses propres actifs.

## 2) Des sources de données hétérogènes et incomplètes

La statistique d'entreprise, qui repose sur la notion d'unité légale (entité juridique immatriculée au répertoire « Sirene »), reste encore mal adaptée pour l'identification et le suivi des acquisitions d'entreprises par des groupes. Par exemple, en cas d'absorption ou de changement d'immatriculation de la société à l'occasion de son rachat, la société perd son identifiant « Siren », ce qui peut être interprété à tort comme une défaillance d'entreprise. Par ailleurs, si l'entreprise rachetée conserve son identifiant Siren mais apporte une partie de ses actifs à d'autres entités du groupe, une analyse de la trajectoire de cette société conclura à une destruction d'activité, alors que les actifs ont simplement changé de propriété et sont potentiellement toujours localisés en France.

Plusieurs sources d'information sont toutefois disponibles pour apprécier le phénomène des fusions/acquisitions en France :

- **L'enquête Liaisons Financières (LiFi) de l'Insee permet d'identifier les prises de contrôle par prise de participation financière (mais pas par absorption).** Elle interroge les sociétés du secteur privé dont le portefeuille de titres de participations dépasse 1,2 M€, ou dont le chiffre d'affaires dépasse 60 M€, ou dont l'effectif salarié dépasse 500 personnes<sup>51</sup>. Ces sociétés doivent indiquer la structure de leur actionariat et fournir plusieurs informations sur le groupe auquel elles appartiennent (identification et localisation de la tête de groupe, taux de contrôle effectif). Bien que cette enquête permette de recenser les changements de tête de groupe, il apparaît toutefois difficile de distinguer les opérations de croissance externe de montages juridiques ou fiscaux, dont découle en grande partie l'essor des microgroupes : par exemple, la création de sociétés *holding* dans une optique de transmission, ou d'une société immobilière dans une optique de sécurisation du patrimoine du dirigeant, contribuent à augmenter le nombre de groupes sans que cela corresponde à autant d'opérations de rachats. Ainsi, les changements de tête de groupe des sociétés, recensés par l'enquête Liaisons Financières (LiFi) de l'Insee, ne correspondent pas systématiquement à des acquisitions d'entreprises.

---

<sup>51</sup> Depuis 1999, elle est complétée par la base de données Diane (Coface/Bureau Van-Dijk), qui est constituée à partir des obligations de publicité légale obligatoire auprès du greffe du tribunal. Elle permet notamment de recenser les participations des entreprises en dessous des seuils de LiFi.

- **Le fichier « Citrus »<sup>52</sup> permet de recenser les absorptions, fusions, scissions ou transferts partiels d'actifs.** Cette base, créée en 1998, est considérée comme quasi-exhaustive pour les entreprises cotées et leurs filiales, qui doivent publier les avis de fusions, scissions et de convocation aux assemblées générales extraordinaires (AGE). Pour les autres entreprises, elle est essentiellement alimentée par les Enquêtes Annuelles Entreprises (EAE), qui permettent de recenser plus de 80 % des événements de la base (Beauvois et *al.*, 1999).
- **La base de modification de structures des entreprises (MDST) répertorie tous les transferts d'actifs d'un montant supérieur à 1,2 M€ (depuis 1996), impliquant des sociétés employant plus de 20 salariés.** Elle permet d'identifier l'entreprise cédante et l'entreprise bénéficiaire. Cette base, tout comme Citrus, ne recense pas les acquisitions par prise de participation financière dès lors qu'elles n'impliquent pas de transferts d'actifs entre sociétés.

Afin de suivre les performances et l'emploi des sociétés concernées par ces restructurations, un appariement de ces sources d'information avec d'autres bases est nécessaire (Enquêtes Annuelles Entreprises (EAE), fichier « Ficus » et son successeur « Fare » (Fichier Approché des Résultats Esane) à partir de 2009, fichier CLAP pour les données sur les établissements<sup>53</sup>, Déclarations Annuelles de Données Sociales (DADS) pour la qualification de l'emploi et les salaires).

Il faut toutefois souligner que ces enquêtes permettant d'analyser le tissu productif français ne portent souvent que sur les sociétés au-delà d'une certaine taille, d'où les difficultés à effectuer un recensement exhaustif des jeunes entreprises innovantes ou *start-up* rachetées par des groupes. En particulier, l'enquête Sine (« Système d'information sur les nouvelles entreprises »), qui permet de suivre le devenir d'une cohorte sur quatre d'entreprises créées ou reprises, ne fournit pas d'informations sur l'évolution de la structure du capital des entreprises nées indépendantes. Bien qu'elle s'intéresse également aux reprises d'entreprises, l'enquête Sine ne permet pas d'évaluer les conséquences économiques de ces reprises étant donné que les performances de l'entreprise avant la reprise ne sont pas connues.

---

<sup>52</sup> Coordination des informations et des traitements sur les restructurations d'unités statistiques.

<sup>53</sup> Le fait que l'identifiant des établissements (numéro SIRET) dépende de l'unité légale qui le contrôle empêche de réaliser un suivi de l'activité des établissements transférés à une autre unité légale (lors d'une fusion-absorption par exemple).

## ANNEXE 2 : Quantification des rachats d'entreprises

Avec les données disponibles, il est possible de réaliser un chiffrage relativement fiable du nombre de rachats d'entreprises **en 2009 pour trois sous-populations** :

- **les sociétés françaises déjà intégrées dans un groupe et qui changent de groupe.** Ceci nous permet d'appréhender le phénomène d'achats/vente de filiales entre groupes, qui devraient *a priori* être les plus actifs en matière de fusions/acquisitions ;
- **les petites entreprises (TPE et PME<sup>54</sup>) rachetées par un grand groupe à capitaux français (plus de 5 000 salariés).** En effet, le transfert s'accompagne dans ce cas d'un accroissement significatif de la taille du groupe auquel appartient l'entreprise, ce qui permet *a priori* d'éliminer les changements de tête de groupe correspondant uniquement à une modification de la structure juridique de l'entreprise.
- **les entreprises rachetées par une société étrangère.** Il est toutefois important de préciser que ces rachats sont identifiés à partir de la localisation de la société acquéreuse. Or celle-ci n'a pas nécessairement d'implication économique : certaines entreprises françaises peuvent décider de créer une société *holding* à l'étranger afin de chapeauter l'ensemble des sociétés du groupe (pour des raisons juridiques ou fiscales), opérations alors identifiées à tort comme le rachat par une entreprise étrangère<sup>55</sup>. Un examen de l'identité des acquéreurs pour les opérations les plus importantes conduit à exclure certains changements de tête de groupe ne correspondant pas véritablement à des fusions/acquisitions transfrontalières.

### 1) Les transferts de sociétés entre groupes demeurent relativement rares

**Parmi les sociétés intégrées dans un groupe, les changements de tête de groupe d'une année sur l'autre sont relativement peu fréquents.** Sur la période 1999 – 2009, on constate que 82 % des sociétés intégrées dans un groupe gardent la même tête de groupe d'une année sur l'autre, (et qu'environ 10 % cessent leur activité ou deviennent indépendantes). En moyenne, seulement 5 % passent d'un groupe français à un autre (ces changements pouvant par ailleurs simplement refléter un changement de structure juridique – *cf. supra*), 1,1 % passent d'un groupe français à un groupe étranger (*idem*) et 0,7 % passent d'un groupe étranger à un groupe français.

---

<sup>54</sup> Ici définies comme les entreprises – unités légales indépendantes ou groupes de sociétés – employant moins de 250 salariés.

<sup>55</sup> En particulier, certaines entreprises ou fonds d'investissement français peuvent acquérir des cibles françaises *via* des structures localisées à l'étranger, dans quel cas la fusion/acquisition n'est pas transfrontalière mais franco-française

**Tableau 1 : évolution d'une année sur l'autre de l'actionariat des sociétés immatriculées en France et appartenant à un groupe (secteur privé, hors agriculture et sociétés d'intérim)**

ANNÉE (T)	NOMBRE DE SOCIÉTÉS APPARTENANT A UN GROUPE	STRUCTURE DE L'ACTIONARIAT EN T ET ÉVOLUTION EN T+1							
		APPARTIENT A UN GROUPE FRANÇAIS EN T				APPARTIENT A UN GROUPE ÉTRANGER EN T			
		Garde la même tête de groupe	Change de tête de groupe mais reste à capitaux français	Devient contrôlée par des capitaux étrangers	Devient indépendante, cesse son activité ou est absorbée	Garde la même tête de groupe	Change de tête de groupe mais reste à capitaux étrangers	Devient contrôlée par des capitaux français	Devient indépendante, cesse son activité ou est absorbée
1999	107 674	72,5%	5,8%	1,3%	5,0%	12,5%	1,2%	0,4%	1,1%
2000	105 539	68,2%	5,6%	1,4%	8,8%	12,3%	1,4%	0,7%	1,7%
2001	112 932	66,7%	5,7%	1,2%	10,1%	11,6%	1,7%	0,6%	2,4%
2002	120 947	70,1%	4,6%	1,0%	8,3%	12,4%	1,1%	0,7%	1,8%
2003	124 627	71,0%	4,5%	1,0%	7,8%	11,9%	1,6%	0,5%	1,7%
2004	137 360	70,9%	4,9%	1,3%	8,0%	11,0%	1,7%	0,8%	1,6%
2005	153 452	72,2%	4,5%	1,3%	7,9%	10,2%	1,5%	0,9%	1,5%
2006	160 332	69,9%	5,2%	1,2%	9,8%	9,7%	1,9%	0,9%	1,4%
2007	156 231	71,1%	5,3%	0,8%	8,7%	10,1%	1,7%	0,7%	1,6%
2008	147 360	72,1%	4,8%	0,9%	8,3%	10,4%	1,4%	0,7%	1,3%
<b>MOYENNE RACHATS ENTRE 2000 ET 2009</b>		<b>70,5%</b>	<b>5,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>11,2%</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,6%</b>

Source : Enquête Liaisons Financières (LiFi), calculs DG Trésor. Les unités légales dont l'activité principale n'est pas renseignée ou exerçant leur activité dans l'agriculture, l'administration publique et la défense, l'éducation, les hôpitaux ou encore la gestion de personnel (intérim) sont exclues des calculs. Dans un souci de simplification, les sociétés communes ou celles qui le deviennent sont exclues des calculs (pour information, on ne recense qu'environ 1 900 sociétés communes en moyenne chaque année).

Lecture : En 2007, l'enquête LiFi recense 156 231 sociétés intégrées dans un groupe (en excluant les sociétés communes). Parmi celles-ci, 71,1 % appartiennent à des capitaux français et conservent la même tête de groupe en 2008. La proportion de sociétés appartenant à un groupe français et devenant contrôlées par des capitaux étrangers en 2008 ne s'élève qu'à 0,8 %.

## 2) Peu de PME rachetées par des grands groupes français

Afin de chiffrer le nombre de PME françaises rachetées par un grand groupe français entre 2008 et 2009<sup>56</sup>, les sociétés qui remplissent les critères suivants sont identifiées :

- En 2008, les sociétés sont indépendantes et emploient moins de 250 salariés, ou appartiennent à un groupe de sociétés à capitaux français employant moins de 250 salariés ;
- En 2009, ces sociétés deviennent contrôlées par un groupe à capitaux français employant plus de 5 000 salariés (les chiffres sont également présentés en retenant un critère de 1 000 ou 2000 salariés).
- La société change de tête de groupe entre 2008 et 2009. Ce changement permet d'assurer que le changement de taille du groupe correspond bien à un changement de propriétaire (concrètement, ce critère additionnel modifie peu le nombre de firmes recensées).

Selon ces critères, 885 sociétés françaises (indépendantes ou appartenant à un groupe de moins de 250 salariés), appartenant à 827 entreprises différentes, sont passées sous le contrôle d'un groupe à capitaux français employant plus de 5 000 salariés en 2009. Retenir un seuil de 2 000 salariés ajouterait 250 entreprises supplémentaires (un seuil de 1 000 salariés encore 291 autres). De manière générale, bien que ces données ne visent pas à être exhaustives<sup>57</sup> et que la crise financière ait vraisemblablement affecté ce type d'opérations, on constate donc que **les rachats de PME par des grands groupes français**

<sup>56</sup> Le fichier FARE (Fichier Approché des Résultats Esane) couvre l'ensemble des sociétés du secteur privé (à l'exception de l'agriculture, des services financiers et de l'assurance), quelle que soit leur taille, mais n'est disponible que depuis 2008. Il n'est pas possible de réaliser un chiffrage sur un champ aussi exhaustif pour les années précédentes.

<sup>57</sup> Les absorptions (assimilées à tort dans les données comme des cessations d'activité) et les acquisitions impliquant des très petites entreprises ou des faibles montants de participation ne sont pas recensées par LiFi (cf. annexe 1).

sont un phénomène relativement rare (pour rappel, la France comptait environ 2,82 millions d'unités légales en 2009 (hors auto-entrepreneurs, dont environ 2,75 millions d'unités légales de moins de 250 salariés<sup>58</sup>). Le nombre d'emplois transférés lors du rachat apparaît également limité : les PME acquises par des grands groupes français (de plus de 5 000 salariés) employaient 12 000 effectifs ETP avant l'acquisition<sup>59</sup> (à comparer aux 12,8 millions de salariés du secteur privé sur le même champ).

### 3) L'industrie est surreprésentée parmi les cibles de rachats par des groupes étrangers

En 2009, environ 2 500 sociétés (hors agriculture et secteur financier), appartenant à 1940 entreprises différentes, ont été rachetées par des entreprises étrangères. Elles représentaient ensemble environ 68 000 emplois avant l'acquisition<sup>60</sup>. Ces emplois se situaient principalement dans :

- L'industrie manufacturière (36 % des emplois), IAA comprises. La fabrication de produits métalliques (5 % des emplois), de machines et équipements (3,5 %), les industries alimentaires (hors boissons, 3,5 %), l'industrie chimique (2,5 %), les produits en caoutchouc et plastique (2,5%) ou encore l'imprimerie et reproduction d'enregistrements (2,2 %) sont les secteurs industriels les plus visés par les rachats étrangers. Notons que le poids de l'industrie dans le nombre de rachats ne s'élève qu'à 19 %, mais que les cibles sont généralement de taille plus importante que dans les autres secteurs.
- Le commerce et la réparation automobile (20 % des emplois), le commerce de gros représentant plus des deux tiers des emplois concernés (le commerce de détail un quart). La part élevée de l'ensemble des activités de commerce dans le nombre d'opérations de rachat (40 %) reflète la volonté des groupes étrangers d'acquérir des réseaux de distribution existants, afin de faciliter leur pénétration du marché français.
- Les « activités spécialisées, scientifiques et techniques » (8 % des emplois), parmi lesquelles figurent notamment l'architecture et l'ingénierie (3,7 %), les activités des sièges sociaux (2 %) et la publicité et les études de marché (1,2 %).
- Les services administratifs et de soutien (7 % des emplois), qui regroupent des activités très diverses : nettoyage courant, entretien et gardiennage de bâtiments ; location de matériel et location-bail ; administration de programmes de fidélisation ; services de saisie etc.
- L'information et la communication (7 % des emplois), comprenant notamment l'édition (2,6 %) et la programmation, le conseil et autres activités informatiques (2,5 %).
- L'hébergement et la restauration (6 % des emplois), comprenant notamment les rachats d'hôtels.
- Les activités de transport (5 % des emplois), avec notamment l'entreposage de marchandises dans des zones franches, les services auxiliaires de transport (conditionnement, emballage, stockage, étiquetage, contrôles sanitaires etc.) et le transport routier (fret interurbains et de proximité, location de camions avec chauffeur).

<sup>58</sup> Source : Insee, voir Béguin et al., (2012).

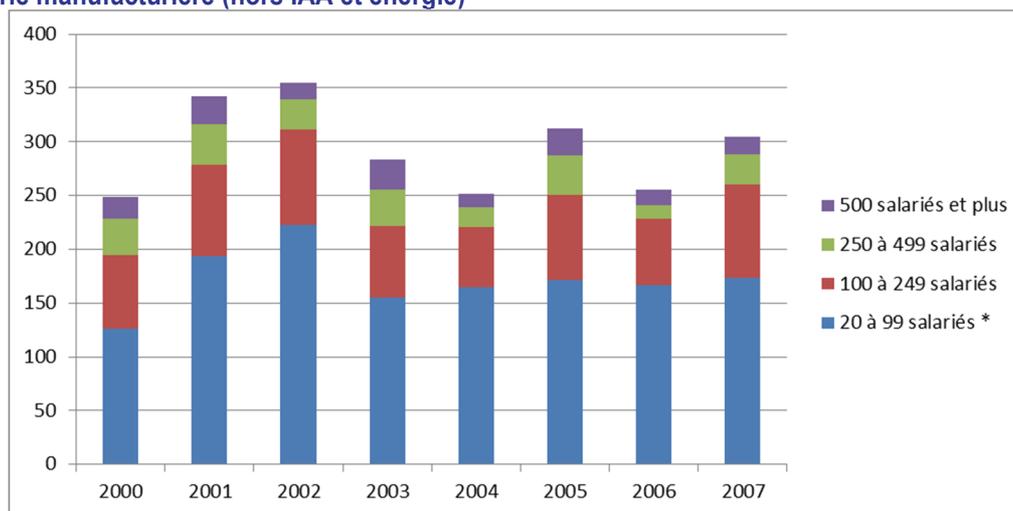
<sup>59</sup> Là encore, le contexte de la crise conduit probablement à sous-estimer le nombre d'emplois concernés, étant donné que les rachats intervenaient dans un contexte de réduction de l'activité et de baisse des effectifs.

<sup>60</sup> Certaines prises de participation importantes initialement recensées ont été éliminées car elles ne correspondent pas au rachat par une entreprise étrangère : plusieurs rachats réalisés par des fonds d'investissement *via* des sociétés étrangères ; changements de tête de groupe liés à une délocalisation de la *holding* de tête. Ces sociétés éliminées de l'échantillon final représentaient environ 29 000 effectifs ETP.

Les emplois restants se répartissaient essentiellement entre les activités pour la santé humaine (3,9 %), la construction (2,7 %), l'eau et l'énergie (1,6 %), les « autres services » (réparation de d'ordinateurs et de biens personnels et domestiques, services à la personne – 0,7 % ou l'enseignement (0,6 %).

**Dans l'industrie manufacturière, le nombre de rachats par des groupes étrangers est resté globalement stable entre 1999 et 2007, avec un léger pic lors des années 2000 et 2001 (cf. graphique 2). Sur cette période, environ 300 sociétés industrielles de plus de 20 salariés sont passées dans le giron d'un groupe étranger chaque année<sup>61</sup>, sans tendance manifeste à la hausse. Les sociétés rachetées sont très majoritairement des entités de moins de 250 salariés.**

**Graphique 2 : nombre de rachats par un groupe étranger selon la taille de la société cible, dans l'industrie manufacturière (hors IAA et énergie)**



Source : Enquêtes Annuelles Entreprises (EAE), Enquête Liaisons Financières, calculs DG Trésor.

\*Les EAE n'interrogent que les sociétés de plus de 20 salariés.

NB : la hausse des rachats en 2001 et 2002 concerne particulièrement les « industries des équipements mécaniques » et dans une moindre mesure les « industries des équipements électroniques », l'industrie textile et le secteur « Chimie, caoutchouc et plastiques ».

### La surreprésentation de l'industrie (au regard de son poids dans l'emploi privé<sup>62</sup>) dans les cibles de rachats par des groupes étrangers<sup>63</sup> peut trouver plusieurs explications :

- La volonté des industriels étrangers d'accéder rapidement au marché français peut les inciter à directement racheter des entreprises locales, non seulement pour faire l'économie des coûts de transport et droits de douanes, mais aussi pour disposer immédiatement de capacités de production et de réseaux de distribution opérationnels
- Malgré son faible poids dans la valeur ajoutée et l'emploi, l'industrie concentre une grande part des dépenses de R&D privées. Or les fusions/acquisitions transfrontalières sont en partie motivées par l'acquisition de nouvelles compétences.

<sup>61</sup> Les données utilisées ne permettent pas de déterminer la répartition des acquéreurs par nationalité, étant donné que seule la localisation de la tête de groupe est connue. Avec ce critère de localisation, la Belgique et le Luxembourg ressortent comme les deux premiers investisseurs étrangers dans l'industrie française, ce qui indique que ces chiffres sont probablement surestimés en raison de firmes qui auraient délocalisé leur siège ou leur *holding* de tête dans ces pays.

<sup>62</sup> Selon l'Insee (Esane, 2011), l'industrie (y compris les industries extractives, l'IAA et l'énergie) représente environ 3 millions d'effectifs salariés ETP, soit environ 24 % sur le champ du secteur privé, hors auto-entrepreneurs, hors agriculture, hors services financiers et d'assurance (mais y compris auxiliaires de services financiers et d'assurance).

<sup>63</sup> Duhautois et Petit (2013) font également ce constat d'une surreprésentation de l'industrie manufacturière, sans toutefois distinguer rachats par un groupe domestique et rachats par un groupe étranger.

- Elle peut également refléter les difficultés de certains industriels français à se développer de façon autonome. Les difficultés éprouvées pour se financer ou accéder aux marchés étrangers peuvent inciter les industriels français à s'adosser à un grand groupe international afin de bénéficier d'effets d'envergure.
- Les entreprises industrielles peuvent préférer la croissance externe à la création de nouvelles capacités afin de rationaliser la production au niveau européen (en l'existence de surcapacités).

Si les sociétés industrielles constituent une cible privilégiée des groupes étrangers, il convient toutefois de souligner qu'**une partie importante des emplois absorbés par des groupes étrangers ne sont pas « délocalisables » par nature**. En effet, 36 % de ces emplois sont situés dans la construction, les activités de transport, l'hébergement et la restauration, le commerce ou encore des activités de service nécessitant une proximité physique avec le client (nettoyage, gardiennage, sécurité privée, réparation de biens personnels et domestiques, réparation d'ordinateurs et d'équipement de communication, autres services personnels)<sup>64</sup>.

---

<sup>64</sup> On pourrait notamment ajouter les employés et cadres commerciaux des autres secteurs.