



Université
de Toulouse

THÈSE

En vue de l'obtention du

DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE

Délivré par l'Université Toulouse I Sciences Sociales
Sciences de Gestion

Présentée et soutenue par
Jennifer BOUTANT
Le 18 novembre 2008

**POLITIQUE COMPTABLE DES DIRIGEANTS ET DETERMINATION
DE LA PARITE D'ÉCHANGE DANS LES FUSIONS-ABSORPTIONS
FRANCAISES : LE CAS DES SOCIETES ABSORBANTES**

JURY

Directrice de recherche : Madame Michèle SABOLY

Professeure à l'Institut d'Administration des Entreprises
Université Toulouse I Sciences Sociales

Rapporteurs :

Monsieur Patrick BOISSELIER

Professeur à l'Institut d'Administration des Entreprises
Université Nice Sophia Antipolis

Monsieur Hervé STOLOWY

Professeur à l'École des Hautes Etudes Commerciales de Paris

Suffragants :

Monsieur Bruno AMANN

Professeur à l'Université Toulouse III Paul Sabatier

Madame Isabelle MARTINEZ

Professeure à l'Université Toulouse III Paul Sabatier

Monsieur Charles PIOT

Professeur à l'Institut d'Administration des Entreprises
Université Grenoble II Pierre Mendès France

**Ecole Doctorale Sciences de Gestion
Centre de Recherche en Gestion EA 792**

« L'Université n'entend ni approuver, ni désapprouver les opinions particulières du candidat ».

REMERCIEMENTS

J'aimerais exprimer toute ma gratitude envers les personnes qui ont contribué à la réalisation de cette thèse de doctorat.

Tout d'abord, je souhaite exprimer ma profonde reconnaissance envers Madame la Professeure Michèle Saboly, pour m'avoir encadré tout au long de ces années. Ses précieuses recommandations, sa disponibilité et sa confiance ont constitué pour moi un soutien déterminant dans la finalisation de ce travail. Je lui témoigne ici mon plus grand respect.

Je désire ensuite remercier Messieurs les Professeurs Patrick Boisselier et Hervé Stolowy qui, en dépit de leur emploi du temps chargé, me font l'honneur d'être les rapporteurs de cette recherche. Madame la Professeure Isabelle Martinez ainsi que Messieurs les Professeurs Bruno Amann et Charles Piot ont également accepté de participer au jury de la thèse. Je leur adresse mes plus vifs remerciements.

Je tiens en particulier à exprimer toute ma gratitude envers Madame la Professeure Isabelle Martinez pour ses remarques éclairées, sa rigueur et sa gentillesse. Nos longues discussions ont constitué pour moi une source de réflexion, d'encouragement et de dépassement.

Mes remerciements vont aussi à Messieurs les Professeurs Denis Cormier, Real Labelle, Michel Magnan et Claude Francoeur pour leurs judicieux conseils. Le premier m'a accueilli à la Chaire d'Information Financière et Organisationnelle de l'Université du Québec à Montréal en septembre 2007. Les autres professeurs ont accepté de me rencontrer lors de mon séjour à la Chaire. Leurs avis enrichissants m'ont permis de prendre conscience des enjeux et des différentes facettes de mon sujet.

Je remercie par ailleurs Monsieur Philippe Lemistre, Ingénieur de Recherche au LIHRE, pour son assistance dans la réalisation des statistiques sur le logiciel Stata ainsi que Madame la Professeure Catherine Casamatta, directrice de l'École Doctorale des Sciences de Gestion de l'Université de Toulouse, pour sa confiance et son soutien bienveillant.

Je tiens à saluer mes camarades doctorants anciens et présents pour les formidables moments passés ensemble. Je pense en particulier à Alice Garcia, Insaf Hattab, Anderson Konan Senykan, Sami El Omari et Anne Rivière. Je remercie bien évidemment les

membres du Centre de Recherche en Gestion et surtout Laurent Bertrandias, Denis Bories, Ludovic Cailluet, Frédérique Déjean, Constant Djama, Marc Frechet et Magali Giraud pour m'avoir fait part de leurs expériences et pour leurs encouragements.

Merci aussi à tous mes amis, notamment Agathe, Armand, Audrey et Jean-Charles, Carole, Rachel et Jérémy, Laurent, Marie-Sophie, Nelly, Nina et Yacoubou, qui par leur patience et leur bonne humeur ont rendu ces années plus légères. Merci à Monique et Jacques pour leur affection et leur soutien.

Mes pensées sont bien sûr tournées vers mes parents, mon frère et ma marraine pour leur appui inconditionnel. Je remercie enfin du fond du cœur Alexandre, mon partenaire de tout instant, qui en plus de cette épreuve a rédigé sa propre thèse. Notre complicité sans faille s'est avérée tout au long de ces années un véritable moteur pour l'accomplissement de nos projets respectifs.

SOMMAIRE

Introduction générale.....	1
PARTIE 1 – LES FUSIONS-ABSORPTIONS : UN CONTEXTE PROPICE A LA POLITIQUE COMPTABLE DES DIRIGEANTS DES SOCIETES ABSORBANTES	11
CHAPITRE 1 - La fusion-absorption : un contexte spécifique source de conflits potentiels	13
Section 1. Spécificités des fusions-absorptions.....	14
Section 2. Motivations des fusions-absorptions	27
Section 3. Les modalités financières des fusions-absorptions : des sources de conflits potentiels basées sur l’information comptable	43
CHAPITRE 2 - Une politique comptable spécifique pour un contexte spécifique.....	59
Section 1. Le cadre théorique général de la théorie politico-contractuelle et ses prolongements	61
Section 2. L’apport des contextes voisins des fusions-absorptions	81
Section 3. Vers un modèle explicatif de la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes.....	94
PARTIE 2 – ETUDE EMPIRIQUE DE LA POLITIQUE COMPTABLE DES DIRIGEANTS : LE CAS DES SOCIETES ABSORBANTES FRANCAISES	129
CHAPITRE 3 - La démarche méthodologique	131
Section 1. Méthodologie de l’étude de la fixation de la parité.....	132
Section 2. Méthodologie pour l’estimation et l’identification des déterminants de la gestion des résultats	142
Section 3. Construction et présentation des échantillons test et de contrôle.....	173
CHAPITRE 4 - Les résultats de la recherche.....	183
Section 1. Etude de la parité.....	184
Section 2. Etude de la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes et de ses déterminants	212
Conclusion générale	261
Bibliographie	275
Liste des annexes	307
Annexes	309
Liste des tableaux.....	345
Liste des figures	349
Table des matières.....	351

INTRODUCTION GENERALE

La question de la détermination des conditions financières dans les fusions-acquisitions est à l'origine de vives controverses. En effet, depuis la fin des années 1980, la presse financière s'est largement fait l'écho des virulentes batailles entourant la conclusion des termes de ces opérations, en particulier dans les fusions-absorptions, comme en témoignent les célèbres affaires déjà anciennes de Pinault Printemps - La Redoute (1994), d'Aérospatiale – Dassault (1996) puis celles plus récentes d'Arcelor Mittal - Arcelor (2007) et Suez – Gaz de France (2008).

La parité de fusion est sans nul doute la modalité financière qui suscite le plus de polémiques. Conditionnant le nombre d'actions qui vont être échangées, elle participe à la répartition des pouvoirs et richesses entre les actionnaires des sociétés participantes et détermine par conséquent le caractère équitable de l'opération. Elle revêt donc une importance fondamentale pour ces actionnaires et leurs dirigeants. Pourtant, si les fusions sont largement encadrées par un ensemble de contraintes juridiques de procédure, de forme et d'information, le mode de détermination de la parité n'est lui soumis à aucune règle impérative.

La Commission des Opérations en Bourse (COB), aujourd'hui Autorité des Marchés Financiers (AMF), s'est depuis longtemps engagée dans des réflexions sur la manière dont la parité devrait être fixée ainsi qu'à son contrôle lors des rapprochements de sociétés cotées. En vertu de sa mission de protection des investisseurs, celle-ci a en effet toujours porté une attention particulière à l'information transmise et à l'égalité de traitement des actionnaires lors de ces opérations. Déjà en 1977¹, elle déclarait : *« dans la vie des sociétés cotées, les opérations d'apport ou de fusion, inspirées par des raisons d'ordre industriel, commercial ou financier, sont fréquentes et elles peuvent entraîner des changements substantiels dans le montant et la répartition du capital, la gestion, l'activité et les résultats futurs ; elles revêtent ainsi par leurs incidences sur la valeur et le rendement des actions, une grande importance pour les actionnaires des sociétés concernées. Ceux-ci doivent donc être informés le plus complètement et le plus clairement possible sur les motifs, les modalités et les conséquences de telles opérations, pour qu'ils puissent en comprendre la portée, en apprécier le caractère équitable, et se prononcer en*

¹ Recommandation de la COB de Juillet 1977 relative à « l'information à donner aux actionnaires à l'occasion des opérations de scission, d'apport partiel d'actif ou de fusion », <http://www.amf-france.org>

connaissance de cause lors des assemblées générales extraordinaires appelées à approuver les apports ou les fusions ». La COB a donc très tôt formulé des recommandations concernant l'information à fournir aux actionnaires et la rémunération des apports dans le cadre des fusions-absorptions. Ces premières recommandations ont ainsi posé les principes directeurs pour déterminer la parité d'échange en suggérant de procéder à une pesée comparative des sociétés absorbantes et absorbées fondée sur plusieurs critères d'évaluation. Cette approche qualifiée de multicritères a depuis fait son chemin et a été imposée à d'autres types d'opérations : d'abord aux offres publiques de retrait obligatoire (OPR-RO) en 1993 puis aux offres publiques d'achat (OPA) et d'échange (OPE) en 2006. Ces recommandations ont aussi fourni les bases de l'application des critères permettant aux commissaires aux apports (depuis commissaires à la fusion) de formuler un avis éclairé à destination des actionnaires sur la rémunération proposée. En 1996, suite aux doléances répétées d'actionnaires minoritaires s'estimant lésés, le groupe de travail mandaté par la COB et présidé par Jean François Lepetit a remis un rapport, le rapport Lepetit², destiné au renforcement de la protection des minoritaires dans le cadre des fusions. A cette occasion, les enjeux entourant l'évaluation financière ont été réaffirmés, tout comme le rôle des commissaires à la fusion pour garantir le caractère équitable de l'opération. La situation n'étant pas à l'évidence pleinement satisfaisante en 2005, un second groupe de travail, cette fois-ci présidé par Jean-Michel Naulot a publié un nouveau rapport, le rapport Naulot³, visant à améliorer la qualité de l'information dans les opérations de regroupement de sociétés cotées. Le cadre réglementaire européen des rapprochements (directive OPA 2004/25 du 21 avril 2004) et celui de l'information comptable (l'entrée en vigueur des normes IFRS) ayant considérablement évolué, ce rapport a souhaité formuler de nouvelles recommandations en matière d'expertise indépendante et d'évaluation financière. Il précise notamment la mission d'expertise indépendante et en préconise l'extension aux opérations de fusion puis il définit de manière plus rigoureuse la mise en œuvre de l'approche multicritères.

Cet intérêt constant de la COB/AMF pour la détermination de la parité ainsi que le contrôle qu'elle exerce avec les commissaires à la fusion et les experts indépendants devraient être de nature à garantir des conditions équitables et mettre un terme aux conflits entourant la détermination de la parité. Pourtant, malgré les progrès accomplis, cet objectif n'a pu être entièrement atteint à ce jour. Pour preuve, les contestations récentes n'ont cessé d'alimenter la controverse en dénonçant le déficit d'information et les conditions

² Rapport Lepetit de la COB relatif à « La protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et garantie de cours », 01.09.1996, <http://www.amf-france.org>

³ Rapport Naulot de l'AMF intitulé « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », 13.04.05, <http://www.amf-france.org>

financières proposées. Point de discordance récurrent, la parité d'échange a manifestement encore suscité la polémique lors des fusions d'Unibail – CNIT (2000), de Jet Multimédia - Europe Explorer (2000), d'Eurazeo - Rue impériale (2003), d'Axa – Finaxa (2005), d'Arcelor Mittal – Arcelor (2007) puis de Gaz de France – Suez (2008). Cette situation est à l'origine de l'intérêt porté par ce travail à la question de la détermination de la parité.

1. La fusion-absorption : une source de conflits

Les fusions-absorptions constituent des événements importants de la vie des sociétés. Dépassant les 120 milliards d'Euros entre 1997 et 2006, ces opérations, qui constituent le premier mode de regroupement d'entreprises cotées en valeur, sont irréversibles. Elles impliquent non seulement un échange d'actions entre actionnaires mais aussi une disparition de la société absorbée dont le patrimoine va être apporté à la société absorbante. En France, les fusions-absorptions peuvent s'apparenter à des prises de contrôle ou à des restructurations à l'intérieur d'un groupe. Elles peuvent constituer une opération à part entière ou être l'étape ultime d'un processus de rapprochement plus vaste intervenant après une (des) prise(s) de participation ou de contrôle sous la forme d'offres publiques d'achat (OPA) ou d'échange (OPE). Ces dernières ayant permis d'atteindre un niveau de participation élevé entre les sociétés (Allouche, 1981, p.46), les fusions peuvent alors apparaître comme un moyen de supprimer un échelon peu utile et dont les titres sont peu liquides (Rapport Lepetit). Elles peuvent dans ces conditions être associées à un mécanisme de sortie des actionnaires minoritaires.

Plusieurs motivations concourent au déclenchement des regroupements d'entreprises. Si les fusions sont généralement justifiées par la recherche d'une meilleure efficacité économique pour les sociétés participantes reposant essentiellement sur la réalisation de synergies économiques, financières ou managériales (Husson, 1987), elles sont aussi parfois déclenchées pour répondre aux préoccupations personnelles des dirigeants (Morck et al. 1990 ; Jensen, 1986 ; Roll, 1986). En conduisant à la mise en place d'une nouvelle structure organisationnelle ainsi qu'à une nouvelle répartition du pouvoir actionnarial et managérial, elles peuvent ainsi être la source de conflits d'intérêts. En effet, alors que les actionnaires peuvent aspirer à accroître la valeur de leurs droits de propriété, conserver ou acquérir un pouvoir dans les prises de décision du nouvel ensemble, les dirigeants peuvent voir dans les opérations de fusion une opportunité de s'enraciner, de bénéficier d'un poste important, d'asseoir leur notoriété, de satisfaire leur ego, ou bien encore d'accroître leur rémunération. Les fusions peuvent donc être sources d'enjeux personnels parfois antinomiques et être à l'origine de transferts de richesses substantiels entre les différents

acteurs. Leur taux d'échec élevé (Pochet, 2000) et l'opacité autour de leur mise en œuvre (Trébucq, 2000) ne viennent dans ce contexte qu'entretenir la suspicion quant aux véritables intentions de chacun. Les modalités financières de l'opération, et notamment la parité d'échange et les valeurs d'apport, en influant sur le niveau et la répartition des pouvoirs et richesses des différents acteurs accentuent les risques de transferts de richesses et font logiquement apparaître ces conflits d'intérêts. Elles sont donc au centre des stratégies des acteurs.

2. L'information comptable au cœur du processus de détermination de la parité

Les fusions-absorptions peuvent être sources de conflits pour les actionnaires et pour les dirigeants. Dans ce contexte, les dirigeants des firmes participantes ont une position « privilégiée », celle de négociateur et proposer les modalités de l'opération qui seront ensuite approuvées par les collectivités d'actionnaires (Art. 254 du décret du 23 mars 1967). Parmi ces modalités, la parité d'échange, définie comme le nombre d'actions de la société absorbante, auxquelles donneront droit une ou plusieurs actions de la société absorbée, constitue le prix de l'opération (un coût pour les actionnaires de l'absorbante et une rémunération pour les actionnaires de l'absorbée). Elle est obtenue par confrontation des valeurs relatives des sociétés concernées, déterminées selon l'approche multicritères consistant pour les dirigeants à choisir, appliquer et pondérer plusieurs critères d'évaluation (cours de bourse, actifs nets, résultats, flux de trésorerie futurs actualisés, etc.). Ces critères reposant en partie sur les états financiers des firmes participantes, ils confèrent à l'information comptable un rôle central dans la détermination du niveau de la parité.

Or, dans un contexte d'asymétrie informationnelle telle que décrit par la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), les dirigeants, en tant que créateurs et diffuseurs de l'information comptable et financière, ont tout intérêt à fournir une image de la situation et des performances de leur entreprise maximisant l'obtention de conditions avantageuses soit pour eux-mêmes soit pour leurs actionnaires. Ils peuvent donc tenter d'influencer la parité d'échange en agissant sur l'information comptable et financière qu'ils doivent transmettre afin de satisfaire les motivations actionnariales et/ou managériales exposées précédemment. Un moyen d'y parvenir réside alors dans l'adoption d'une politique comptable spécifique lors des fusions-absorptions.

3. La question de recherche et les objectifs

La littérature académique associe le terme de politique comptable à l'ensemble des choix comptables et financiers qui permettent aux dirigeants, sans enfreindre le cadre légal, de façonner la présentation et le contenu des états financiers (Casta, 2000b). En effet, si le législateur exige de la comptabilité qu'elle fournisse une image sincère et fidèle de la réalité économique de l'entreprise, il offre aussi une certaine flexibilité en matière d'interprétation et d'application des normes comptables et donc une marge de liberté conséquente pour les dirigeants dans l'élaboration, la présentation et la diffusion des états financiers (Saboly, 1994, p.20-21). Dès lors, les dirigeants peuvent exercer des choix comptables ou des décisions de gestion dans des objectifs bien précis qui peuvent viser à retranscrire une image fidèle de l'entreprise ou qui peuvent inversement consister à en fournir une image déformée afin d'opérer des transferts de richesses. Dans le contexte des fusions-absorptions, cette latitude peut permettre aux dirigeants d'influer sur les modalités financières de l'opération, et en particulier sur la parité, en modifiant la perception de la valeur et des performances de leur entreprise. Les actions des dirigeants peuvent être multiples et correspondre non seulement aux choix comptables et financiers modifiant le niveau des bénéfices et influençant la structure des états financiers comme le conçoivent Schipper (1989), Cormier et Magnan (1995) puis Healy et Whalen (1999) à travers le concept de gestion des résultats ; mais leurs actions peuvent consister aussi en des choix de sélection, de mise en œuvre et de combinaison des critères de parité exigés dans l'approche multicritères (Thauvron, 1998, 2000a ; Trébucq, 2000).

Cette recherche a pour ambition d'expliquer les comportements comptables des dirigeants dans les fusions-absorptions, et plus particulièrement ceux des dirigeants des sociétés absorbantes. Dans cette perspective, la question de recherche est formulée de la manière suivante :

Est-ce que les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui visent à influencer la parité dans les fusions-absorptions françaises et quels sont les déterminants de ces choix ?

Les objectifs de cette thèse sont multiples. Il s'agit d'une part de vérifier l'existence d'une politique comptable de la part des dirigeants des sociétés absorbantes puis d'autre part de l'expliquer. Si plusieurs études généralement anglo-saxonnes ont démontré l'adoption par les dirigeants de choix comptables et financiers discrétionnaires avant les opérations d'offres publiques d'achat ou d'échange (par exemple Easterwood, 1998 ; Erickson et

Wang, 1999 ; Shivakumar, 2000 ; Louis, 2004 ; Francoeur et Rakoto, 2006), aucune étude à notre connaissance ne s'est intéressée au cas des fusions-absorptions. Par conséquent, notre travail vise dans un premier temps à détecter les choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes dans le contexte spécifique français des fusions. Ces précédentes études ayant successivement postulé plusieurs motivations aux comportements comptables des dirigeants, il consiste dans un second temps à identifier les facteurs explicatifs des choix discrétionnaires des dirigeants.

4. La démarche de la recherche

A l'instar de nos prédécesseurs sur la thématique de la politique comptable des dirigeants au sein des entreprises, notre recherche n'est pas ancrée dans l'approche normative de la comptabilité, son objet n'est pas l'étude des normes comptables, mais s'inscrit dans l'approche positive de la comptabilité dont l'objectif est d'expliquer et prédire les pratiques comptables des dirigeants. Cette seconde approche, composée de deux courants de recherche, s'intéresse d'un côté à la question du contenu informationnel des chiffres comptables en étudiant le lien entre information comptable et réaction des marchés financiers, puis de l'autre à celle des déterminants politico-contractuels des choix comptables des dirigeants (Watts et Zimmerman, 1978, 1986). C'est dans ce deuxième courant que se place ce travail doctoral.

Cette recherche s'inspire ainsi des travaux s'inscrivant dans le cadre traditionnel de la Théorie Politico-Contractuelle (TPC) ainsi que dans ses prolongements. Cette théorie est pertinente pour traiter notre problématique car, étant fondée sur les théories de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et de la réglementation (Posner, 1974), elle propose plusieurs explications aux comportements comptables opportunistes⁴ des dirigeants dans la gestion courante de leur entreprise, qui sont relatives à leur rémunération, à l'endettement ou bien encore aux coûts politiques supportés par leur société. Notre travail, s'il mobilise ce cadre traditionnel, le dépasse par ailleurs en intégrant d'autres facteurs liés au contexte original de l'étude et à la théorie du gouvernement d'entreprise (Charreaux, 1997).

Pour répondre à la question de recherche, nous adoptons une démarche hypothético-déductive composée de deux phases. La première qui prend appui sur les spécificités du

⁴ Selon Williamson (1985, p.47), l'opportunisme est défini comme la recherche de l'intérêt personnel conduite avec ruse « *self-interest seeking with guile* ». Cet auteur associe notamment ce concept à une présentation incomplète et déformée de l'information, et plus particulièrement à des tentatives visant à tromper, fausser, cacher, obscurcir ou introduire de la confusion « *Opportunism refers to the incomplete or distorted disclosure of information, especially to calculated efforts to mislead, distort, disguise, obfuscate, or otherwise confuse* ».

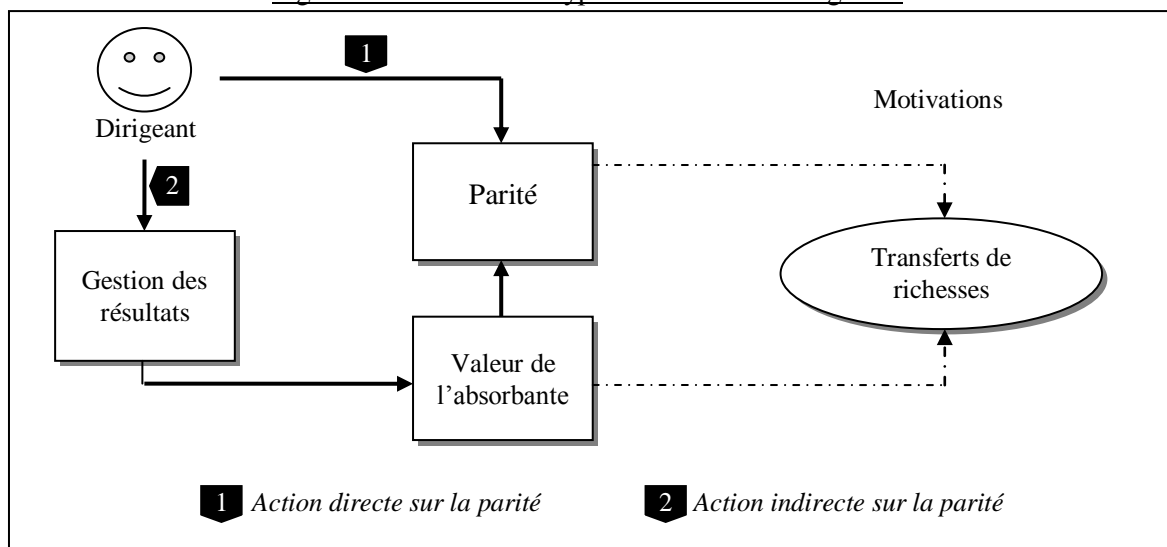
contexte français des fusions-absorptions et sur le cadre théorique précédent vise à construire un modèle regroupant les hypothèses de recherche à tester. Conformément à notre double objectif, ces hypothèses portent sur l'existence de choix comptables discrétionnaires de la part des dirigeants de l'absorbante avant la fusion (hypothèse H1) puis sur leurs déterminants contextuels (hypothèses H2 à H6) et politico-contractuels (hypothèses H7 à H13). Lors de cette première phase de construction du modèle de recherche, nous nous concentrons sur les pratiques de gestion des résultats des dirigeants afin d'inscrire ce travail dans le prolongement des études antérieures. Néanmoins, nous ne manquons pas d'enrichir notre modèle en mobilisant également les travaux traitant des pratiques des dirigeants en matière de choix et de mise en œuvre des critères de parité.

La seconde phase de notre démarche consiste, à partir d'un échantillon de 107 fusions-absorptions intervenues sur le marché français entre 1997 et 2006, en deux études empiriques des comportements comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes.

La première étude est consacrée à l'analyse des pratiques des dirigeants en matière de sélection et de combinaison des critères de parité. Elle vise ainsi à mieux connaître la détermination de la parité d'échange tout en apportant un regard critique sur la mise en œuvre effective de l'approche multicritères recommandée par les autorités financières. Elle vise en outre à montrer la place prépondérante de l'information comptable dans la fixation de la parité et *in fine* l'intérêt pour les dirigeants d'adopter une gestion des résultats influençant son calcul.

La seconde étude empirique se consacre quant à elle à l'estimation de la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération ainsi qu'à l'identification de ses déterminants. Son objectif consiste à tester nos hypothèses de recherche. La figure n°0.1 illustre les deux types d'actions examinées à travers les deux études de cette recherche.

Figure n°0.1 : Les deux types d'actions des dirigeants



5. Plan de la recherche

Ce travail doctoral est articulé en deux parties que nous abordons ici brièvement. La première partie réunit les éléments qui font des fusions-absorptions un contexte propice à la politique comptable. Elle est consacrée à la revue de la littérature relative aux fusions-acquisitions puis à la politique comptable des dirigeants. Cette première partie est structurée en deux chapitres.

Le **premier chapitre** pose tout d'abord le contexte de l'étude. Les fusions-acquisitions regroupent plusieurs mécanismes de regroupement d'entreprises, parmi lesquels figurent un type bien spécifique d'opérations, les fusions-absorptions. Ce chapitre a pour première mission de clarifier économiquement et juridiquement ces opérations dans le contexte français tout en montrant leur caractère particulièrement original non seulement vis-à-vis des autres mécanismes de regroupement mais aussi par rapport à leurs homologues anglo-saxons. Il vise deuxièmement à mettre en lumière les conflits potentiels entourant la conclusion de ces opérations et leurs modalités financières. Il recense pour cela les travaux académiques traitant des motivations prévalant à leur déclenchement ainsi que les conditions de mise en œuvre de ces opérations. Un accent est alors mis sur le rôle central joué par la comptabilité dans ce processus. Ce chapitre vise plus généralement à souligner et justifier l'intérêt du sujet.

Le **second chapitre** précise ensuite le cadre théorique d'analyse de la politique comptable des dirigeants mobilisé. Si la TPC a largement contribué au développement de la recherche en comptabilité, les résultats empiriques la concernant ont aussi conduit les chercheurs à

formuler des critiques à son égard et finalement à proposer plusieurs enrichissements. Ce chapitre a donc pour premier objectif de présenter le cadre explicatif traditionnel de la TPC, ses principales limites ainsi que ses principaux dépassements. Parmi ces dépassements, il en est un particulièrement pertinent pour cette recherche, celui de l'importance à accorder aux facteurs contextuels pour expliquer les comportements des dirigeants. Les fusions-absorptions étant un contexte spécifique n'ayant fait l'objet d'aucune étude, ce chapitre vise deuxièmement à recenser les travaux empiriques opérés dans des contextes voisins, à savoir les opérations d'acquisitions. Ces éléments exposés permettent d'améliorer notre compréhension des motivations des dirigeants et mettent en lumière le caractère propice des fusions-absorptions à la mise en place d'une politique comptable discrétionnaire. La revue des instruments mobilisables par les dirigeants permet à ce chapitre de révéler troisièmement la spécificité de cette politique dans le contexte français des fusions. Il s'achève par la formulation des hypothèses de recherche.

La seconde partie a pour but de répondre à la question de recherche portant sur l'existence et les déterminants des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes lors des fusions françaises. Elle est également composée de deux chapitres.

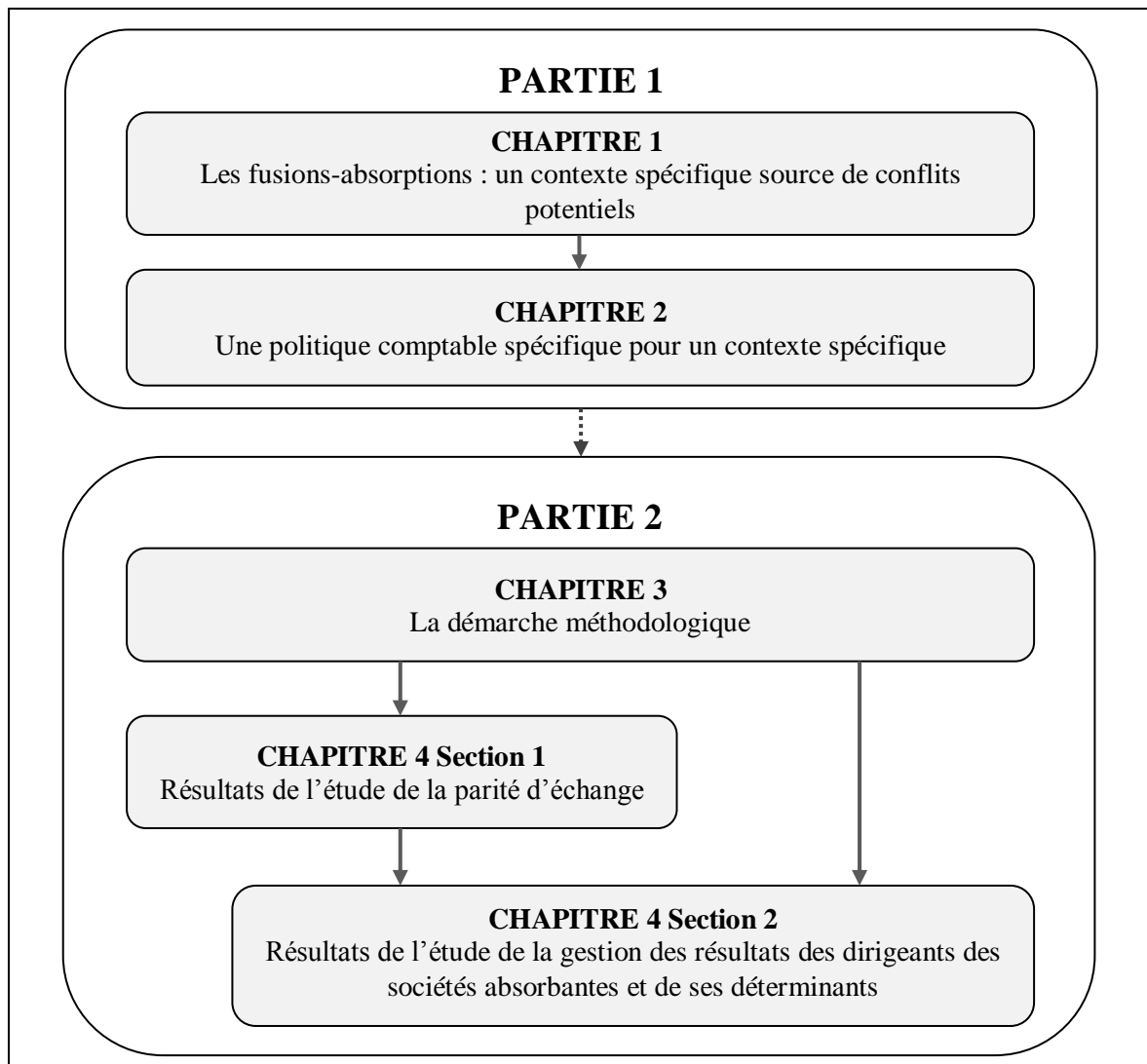
Le **troisième chapitre** expose la démarche méthodologique déployée dans ce travail puis présente les échantillons d'analyse. La démarche méthodologique est opérée en deux temps : d'abord l'étude de la parité puis ensuite l'étude de la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes et de ses déterminants. Ce chapitre présente donc dans un premier temps les analyses associées à l'examen de la parité. Il s'agit essentiellement d'analyses de fréquences, de deux analyses factorielles des correspondances puis d'analyses de régression visant à montrer l'étendue des choix des dirigeants en matière de sélection et de combinaison des critères de parité. Ce chapitre aborde dans un second temps les analyses opérées dans le cadre de l'étude de la gestion des résultats. Celles-ci sont regroupées en trois catégories. Les premières consistent en l'examen de postes comptables potentiellement manipulables sur une période de 5 ans avant la fusion. Elles doivent nous permettre de détecter d'éventuelles variations anormales de ces postes à l'approche de l'opération. Les secondes calculent globalement les choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants. Elles mobilisent pour cela un modèle d'estimation des Variables Comptables de Régularisation (VCR)⁵, un modèle de Jones Modifié estimé par secteur d'activité et sur une période de référence de 4 ans. Enfin, les troisièmes visent à identifier les déterminants de ces choix et correspondent

⁵ Cette expression renvoie au terme anglo-saxon d'*Accruals*. Elle est définie dans ce troisième chapitre.

essentiellement à des analyses de régression multiple. Ce chapitre se termine par un bref exposé du mode de constitution des échantillons ainsi que leurs caractéristiques.

Le **quatrième et dernier chapitre** fournit les résultats des différentes études. Conformément à la démarche méthodologique, il présente les conclusions relatives à l'étude de la parité puis, ensuite, celles associées à la gestion des résultats et à ses déterminants permettant d'accepter ou rejeter les hypothèses de recherche. Ce chapitre fait l'objet d'analyses complémentaires confortant les résultats initiaux. Celles-ci croisent les résultats des deux études précédentes et intègrent une limite inhérente à de nombreuses recherches sur la politique comptable des dirigeants, le problème d'endogénéité dans les modèles de régression classiques. Elles mobilisent pour cela les techniques des équations simultanées, et en particulier celles des variables instrumentales. Le plan de la recherche est illustré par la figure n°0.2 suivante :

Figure n°0.2 : Plan de la recherche



PARTIE 1 - LES FUSIONS-ABSORPTIONS : UN CONTEXTE PROPICE A LA POLITIQUE COMPTABLE DES DIRIGEANTS DES SOCIETES ABSORBANTES

L'objectif de notre recherche consiste à étudier les choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants des sociétés absorbantes de fusions françaises ainsi que leurs déterminants. Pour répondre à cet objectif, la compréhension du contexte particulier des fusions et celle du cadre dans lequel les choix comptables et financiers sont généralement exercés constituent des préalables nécessaires à tout travail empirique.

La première partie de cette thèse est composée de deux chapitres. Dans un premier temps, nous précisons le contexte des fusions-absorptions françaises. Après avoir clarifié et montré la singularité de ces opérations par rapport aux autres modes de rapprochement et au contexte anglo-saxon, nous présentons les travaux relatifs aux motivations prévalant à leur déclenchement ainsi que les conditions de leur mise en œuvre. L'objectif du premier chapitre vise donc d'une part à justifier l'intérêt de notre sujet puis d'autre part à mettre en lumière les conflits d'intérêts potentiels entourant la fixation des modalités financières ainsi que l'importance fondamentale de l'information comptable dans leur détermination. Dans un second temps, nous mobilisons le cadre théorique explicatif des comportements comptables des dirigeants de la théorie politico-contractuelle et de ses prolongements. En plaçant les chiffres comptables au centre des relations d'agence et politiques, celle-ci offre en effet une grille de lecture théorique générale de la politique comptable des dirigeants. Après avoir présenté cette théorie, ses limites puis ses prolongements, nous recensons les principaux travaux traitant de la politique comptable des dirigeants dans les contextes voisins des fusions-absorptions ainsi que les principaux instruments de politique comptable mobilisables dans ce contexte spécifique. Le second chapitre a donc pour but d'améliorer notre compréhension de la politique comptable des dirigeants puis de mettre en évidence le caractère propice des fusions-absorptions à l'adoption de choix comptables et financiers visant à modifier l'image de l'entreprise absorbante. En enrichissant le cadre d'analyse traditionnel de la théorie politico-contractuelle par les travaux réalisés dans des circonstances voisines de notre contexte d'étude, ce chapitre nous permet *in fine* d'inférer des pratiques comptables des dirigeants dans les fusions-absorptions françaises.

CHAPITRE 1 - LA FUSION-ABSORPTION : UN CONTEXTE SPECIFIQUE SOURCE DE CONFLITS POTENTIELS

INTRODUCTION AU CHAPITRE 1

Notre recherche requiert avant toute chose une définition du contexte des fusions-absorptions. Premièrement, cela implique de définir précisément ces opérations. En effet, si le terme générique de fusion est largement usité pour faire référence à l'ensemble des opérations de regroupement d'entreprises, il induit très souvent la confusion entre les fusions au sens strict et les acquisitions. Or, ces premières répondent à une définition précise qui les distingue expressément des secondes. Elles ne trouvent pas par ailleurs d'équivalent véritable dans le contexte anglo-saxon. Le premier objectif de ce chapitre vise donc à marquer les spécificités des fusions-absorptions en clarifiant et délimitant le concept des fusions et en mettant en valeur l'originalité du contexte français (section 1). Deuxièmement, cela implique de situer les conditions dans lesquelles elles interviennent. En effet, les fusions-absorptions sont généralement justifiées par des motivations économiques, financières ou managériales. Ces opérations peuvent être engagées pour améliorer l'efficacité économique de l'entreprise, pour bénéficier d'une opportunité d'investissement intéressante ou bien pour satisfaire les intérêts personnels des dirigeants. Notre second objectif consiste donc à mettre en évidence les enjeux encadrant le déclenchement de ces opérations, et plus spécialement du point de vue des actionnaires et des dirigeants (section 2). Enfin troisièmement, cela implique de préciser leur mise en œuvre pratique. Les fusions-absorptions répondent à un formalisme bien précis qui place au centre du processus de regroupement les modalités financières, que sont la parité d'échange et les valeurs d'apport, ainsi que les éléments comptables pour leur détermination. Notre troisième objectif consiste donc à expliquer comment ces modalités qui sont sources de conflits potentiels sont fixées et quel rôle joue l'information comptable dans leur détermination (section 3).

SECTION 1 – SPECIFICITES DES FUSIONS-ABSORPTIONS

A une époque où l'économie se mondialise chaque jour davantage, il ne se passe pas un jour sans que la presse économique et financière ne se fasse l'écho d'opérations de rapprochement. Devant la complexité et la variété des opérations rencontrées, le terme générique de fusion est généralement utilisé pour désigner l'ensemble des opérations de fusion-acquisition. Or, cette assimilation est malheureuse car source de confusion. Dans le contexte français, on regroupe sous le même vocable de fusion non seulement les fusions au sens strict, les opérations assimilées telles que les scissions et les apports partiels d'actifs, mais aussi les acquisitions (avec notamment les offres publiques d'achat, d'échange, de retrait, etc.). Cette confusion est d'autant mieux entretenue que la correspondance des terminologies française et anglo-saxonne est loin d'être évidente. En témoigne l'expression anglo-saxonne « *mergers* » qui désigne également des opérations d'acquisition. La première section de ce travail doctoral vise donc à préciser l'objet de notre recherche, les fusions-absorptions.

Etymologiquement, le terme fusion (du latin *fusio*, du verbe *fundere* qui signifie fondre) renvoie à la physique des corps, qui sous l'effet de la chaleur, se fondent et se mélangent pour n'en former plus qu'un. Ce terme trouve également un sens dans le domaine de la vie des sociétés en faisant référence à un mécanisme bien particulier du développement des sociétés, les fusions et acquisitions. Même si l'existence de similitudes entre ces modalités de regroupement est indéniable, spécialement sur le plan économique, chacune revêt une signification juridique spécifique. Après avoir défini les fusions-absorptions (§1), le caractère singulier de ces opérations dans le contexte français est ensuite mis en avant (§2).

1. Définition des fusions-absorptions

Les fusions-absorptions sont généralement définies selon deux approches : l'approche économique et l'approche juridique. Selon la première, les opérations de fusion (dont les fusions-absorptions) font référence à l'ensemble des opérations conduisant à la réunion de deux ou plusieurs sociétés au sein d'un même groupe (§1.1). A l'inverse pour la seconde, seules les opérations conduisant à la confusion des patrimoines au sein d'une société absorbante et à l'octroi d'actions sont qualifiées de fusions-absorptions (§1.2). Ces deux approches sont successivement présentées.

1.1. Approche économique

Les fusions-absorptions et plus généralement les fusions-acquisitions constituent des événements importants de la vie des sociétés. S'inscrivant dans un processus de regroupement d'entreprises, elles peuvent être un moyen de mise en œuvre de la stratégie de l'entreprise, la croissance externe, alternatif à la croissance interne et aux alliances (Caby, 1994). En effet, conformément à la définition de la croissance externe proposée par Paturel (1978), les fusions-absorptions permettent le transfert d'un ensemble de moyens de production existants d'une société absorbée à une société absorbante. Il ne s'agit là que d'une des modalités de la croissance externe parmi lesquelles figurent également la négociation de blocs de contrôle, le ramassage boursier, les offres publiques, les fusions-réunions, les apports partiels d'actifs et les scissions.

Les opérations de croissance externe sont d'ordinaire classées en 4 grandes catégories selon le degré de proximité des activités des firmes regroupées ou selon leur position relative au sein d'un secteur d'activité donné. Il s'agit des opérations horizontales, verticales, concentriques et conglomérales.

Les opérations sont dites horizontales lorsqu'elles réunissent des entreprises participant à une même activité, à un même stade de production (Navatte, 1978). Ces opérations font donc intervenir des sociétés concurrentes à l'image des rapprochements de Carrefour / Promodes, Sanofi / Aventis ou Arcelor / Mittal. Selon Meier et Schier (2006), ce type de rapprochement est le plus courant et représente plus de 50% des opérations sur les marchés américains et européens. Il vise généralement à la spécialisation et au contrôle d'une partie importante du marché.

Les fusions sont considérées comme verticales lorsqu'elles rassemblent des entreprises évoluant à des stades successifs d'une même filière (Navatte, 1978). Elles correspondent à des opérations d'intégration en amont du processus de production (auprès des fournisseurs) ou bien en aval (par l'intégration des réseaux de distribution). Ce type d'opérations vise à renforcer le contrôle de l'entité regroupée sur l'ensemble de la chaîne économique, des sources d'approvisionnement aux débouchés. Le rapprochement de LVMH et Sephora en 1997 en est un bon exemple.

Lorsque les regroupements s'opèrent entre sociétés n'appartenant pas au même secteur mais dont les activités techniques et commerciales présentent des liens, ceux-ci sont qualifiés de concentriques (Mayrhofer, 2000). Comme l'illustre l'acquisition en 2007 de

Puma par Pinault Printemps La Redoute, ces rapprochements reposent essentiellement sur le partage de produits et compétences complémentaires.

Enfin, les fusions sont dites conglomérales lorsqu'elles associent des sociétés dont les activités n'ont rien en commun (Navatte, 1978), tel le rapprochement du groupe Dassault et le Figaro. Ce type de croissance relève généralement d'une stratégie purement financière reposant sur la diversification des actifs et des risques supportés par l'entreprise ou bien sur le rachat d'entreprises sous-évaluées (Derhy, 1997b).

Les opérations de fusion-acquisition ne sont toutefois pas des pratiques exclusives de la croissance externe. En effet, ces opérations peuvent aussi être assimilées à des mécanismes de réorganisation interne lorsque le rapprochement s'opère entre sociétés d'un même groupe (cas des fusions Sagem / Snecma ou Icom Informatique / Quotium Technologies) au sein duquel les ressources sont déjà combinées et contrôlées (Paturel, 1978).

Les fusions-absorptions peuvent donc correspondre d'un point de vue économique soit à des prises de contrôle dans une logique de croissance externe soit à des restructurations au sein d'un groupe. L'approche juridique est quant à elle plus pragmatique puisque le concept de croissance externe n'apparaît dans aucun texte de loi. Les opérations de fusion-absorption sont appréhendées comme une technique juridique et financière particulière des rapprochements d'entreprises.

1.2. Approche juridique

Le droit français définit la fusion-absorption comme l'opération par laquelle une ou plusieurs sociétés transmettent leur patrimoine à une société existante, étant admis que les associés des sociétés qui transmettent ainsi leur patrimoine reçoivent des parts ou des actions des sociétés bénéficiaires et éventuellement une soulte en espèce dont le montant ne peut excéder 10% de la valeur nominale des parts ou des actions attribuées (Art 236-1 du Code de Commerce).

Cette définition stricte des fusions-absorptions implique tout d'abord la confusion des patrimoines des sociétés participantes et donc la mise en commun au sein d'une même personnalité morale, la société absorbante (ou société bénéficiaire), de l'ensemble de leurs actifs et passifs. Il y a transmission universelle du patrimoine de la société absorbée (ou société apporteuse) au profit de la société absorbante. Les conséquences directes de cette transmission sont multiples. D'une part, la société bénéficiaire procède à l'augmentation de

son capital en contrepartie de l'apport en nature du patrimoine social qu'elle reçoit. Les associés de la société apporteuse se voient ainsi octroyer des actions de la société absorbante en rémunération de leurs apports, et ce à hauteur de leur ancienne participation dans la société absorbée. Ces derniers acquérant la qualité d'associés chez la société absorbante, il en résulte une modification de la géographie du capital et du pouvoir de l'entité regroupée. L'opération conduit d'autre part, à la dissolution sans liquidation de la société apporteuse de telle sorte qu'il ne subsiste véritablement qu'une seule société. La décision de fusionner en est d'autant plus importante qu'elle est irréversible. Cette modalité de regroupement est la seule compatible avec la qualification de fusion.

La législation comptable et financière apporte des éléments de précision quant à la distinction entre les opérations de prise de contrôle et de restructuration interne. Exprimée pendant longtemps sous la forme de recommandations⁶, la classification de l'opération selon sa nature économique a évolué au fil du temps, elle est devenue depuis le règlement du Comité de Réglementation Comptable (CRC) 2004-01⁷ (annexe 1) impérative. Au final, du point de vue juridique, l'identification de la nature économique de l'opération repose sur la notion de contrôle exclusif⁸ défini comme « le pouvoir de diriger les politiques financière et opérationnelle d'une entreprise afin de tirer avantage de ses activités ». Ainsi lorsqu'aucun lien de contrôle exclusif ne préexiste entre les sociétés participantes, celle-ci est qualifiée de prise de contrôle. Elle conduit à un transfert du pouvoir de décision entre les actionnaires des sociétés rapprochées. A l'inverse, l'opération s'apparente à une restructuration interne lorsqu'un lien de contrôle entre les sociétés préexiste préalablement ou lorsque les deux sociétés sont contrôlées par une même société-mère. Dans ce dernier cas, la conclusion de l'opération n'amène pas de modification fondamentale de la situation de contrôle (cf. figure n°1.1).

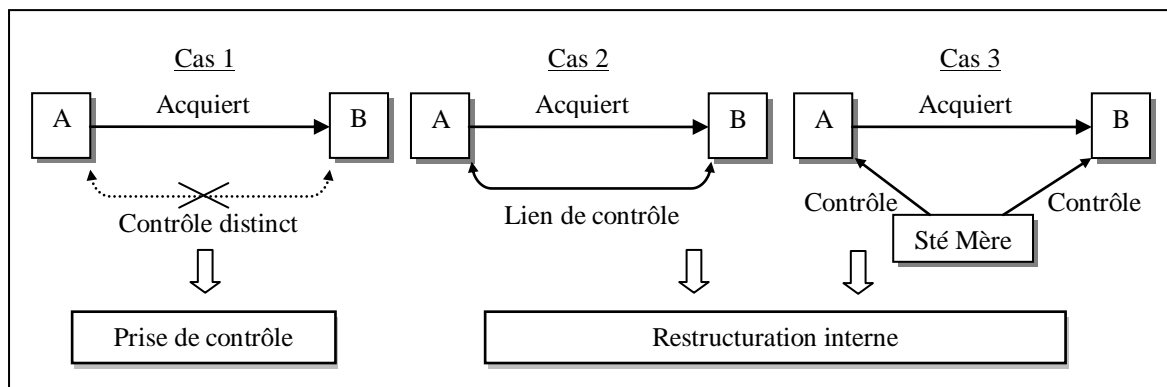
⁶ Recommandation de la COB de juillet 1977 relative à « l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans les opérations de fusion, scission ou apport partiel d'actif » et Recommandation n°1.14 de l'Ordre des Experts Comptables de novembre 1983 sur la « présentation comptable des opérations de regroupement ».

⁷ Règlement CRC 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au « traitement comptable des fusions et opérations assimilées ».

⁸ Selon la définition du règlement CRC n° 99-02 relatif aux « comptes consolidés des sociétés commerciales et entreprises publiques » et modifié par le règlement CRC 2004-03, le contrôle exclusif résulte :

- « - soit de la détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote dans une autre entreprise ;
- soit de la désignation, pendant deux exercices successifs de la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre entreprise ; l'entreprise consolidante est présumée avoir effectué cette désignation lorsqu'elle a disposé, au cours de cette période, directement ou indirectement, d'une fraction supérieure à 40% des droits de vote et qu'un autre associé ou actionnaire ne détenait directement ou indirectement, une fraction supérieure à la sienne ;
- soit du droit d'exercer une influence dominante sur une entreprise en vertu d'un contrat ou de clauses statutaires, lorsque le droit applicable le permet. L'influence dominante existe dès lors que, dans des conditions décrites ci-dessus, l'entreprise consolidante a la possibilité d'utiliser ou d'orienter l'utilisation des actifs de la même façon qu'elle contrôle ses propres actifs. »

Figure n°1.1 : Détermination de la nature économique des fusions-absorptions au regard de la situation de contrôle avant l'opération



D'après le rapport Lepetit (1996), 80% des fusions-absorptions intervenues au cours de la période 1992-1995 correspondent à des restructurations dans lesquelles la société mère détient plus des 2/3 des droits de vote de sa filiale. Cette tendance est confirmée par Trébucq (2000) jusqu'en 1998.

2. Spécificités des fusions-absorptions

Les fusions-absorptions constituent un contexte particulier, et ce à plus d'un titre. Les opérations de fusion-acquisition en tant qu'instrument de rapprochement et de restructuration d'entreprises regroupent un certain nombre de techniques juridiques parmi lesquelles figurent la fusion-absorption, la fusion-réunion, l'apport partiel d'actifs, la scission, la négociation de blocs de contrôle, le ramassage boursier et les offres publiques. Si ces techniques peuvent par certains aspects se ressembler, elles se distinguent toutefois par des modalités d'application et un poids au sein du marché des fusions-acquisitions qui diffèrent, soulignant ainsi le caractère singulier des fusions-absorptions parmi l'éventail d'outils juridiques de rapprochement (§2.1). Cette spécificité est d'autant plus marquée que les conditions de survenance de ces opérations dans le contexte français divergent substantiellement de celles rencontrées dans le contexte anglo-saxon (§2.2).

2.1. La fusion-absorption : un outil juridique distinct des autres modes de regroupement

Chaque technique de rapprochement a ses particularités. La fusion-réunion est sans conteste celle la plus proche des fusions-absorptions. Elle constitue une fusion stricte au sens juridique du terme puisqu'à l'issue de l'opération les sociétés absorbées sont dissoutes. Sa mise en œuvre est identique à celle des absorptions à un détail près. Contrairement à ces dernières qui renvoient à l'absorption d'une ou plusieurs sociétés par

une autre, la fusion-réunion renvoie au regroupement de deux ou plusieurs sociétés au sein d'une nouvelle entité économique spécialement créée à l'occasion pour recevoir l'ensemble de leurs patrimoines.

Les opérations d'apport partiel d'actifs et de scission ne peuvent quant à elles pas être qualifiées de fusions au sens strict. Elles sont assimilées aux fusions dans la mesure où leurs apports ont pour contrepartie une rémunération en actions. Elles ne répondent pas pour autant entièrement à la définition des fusions. L'apport partiel d'actifs n'amène absolument pas à la dissolution de la société apporteuse. Quant à la scission, elle n'implique pas le transfert universel du patrimoine de la société apporteuse puisque celui-ci va être réparti entre plusieurs sociétés.

Selon Derhy (1996, p.14), « l'acquisition d'actions est définie comme une opération financière qui permet d'atteindre un stade semblable à la fusion dès lors que l'acheteur acquiert suffisamment d'actions votantes pour s'assurer le contrôle ». Elle s'en distingue néanmoins pour plusieurs raisons. Tout d'abord, quelle que soit sa forme (offre publique d'achat, d'échange, etc.), l'acquisition ne conduit en aucun cas à la confusion des patrimoines. Si d'un point de vue économique, les actifs et passifs sont en réalité sous le contrôle d'une même direction, l'acquisition ne revient juridiquement qu'à la détention de titres d'une autre société. A l'issue de l'opération, chaque entité subsiste avec sa propre personnalité juridique. Les acquisitions n'impliquent pas nécessairement la prise de contrôle de l'intégralité des actions des sociétés visées. L'acquéreuse parvient au mieux, généralement par le biais d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, à détenir l'intégralité des titres de sa filiale.

Nonobstant la soule de 10% du nominal des titres émis, les fusions-absorptions sont par ailleurs exclusivement financées par l'émission d'actions nouvelles. Ce n'est pas forcément le cas dans les acquisitions qui peuvent certes donner lieu à échange d'actions (cas des offres publiques d'échange ou mixtes) mais peuvent aussi se traduire uniquement par un paiement en espèces (cas des offres publiques d'achat). C'est là une distinction essentielle entre les fusions et acquisitions qui caractérisent d'autant l'originalité de notre travail, les premières se différenciant des secondes par la dilution du capital et des droits de vote qu'elles entraînent.

Plus encore, les acquisitions dans les sociétés de capitaux ne requièrent pas la convocation des actionnaires en assemblée générale pour leur conclusion (Allani, 2005). En effet, chaque actionnaire décide individuellement d'y soumettre ou non ses actions. Le cas des

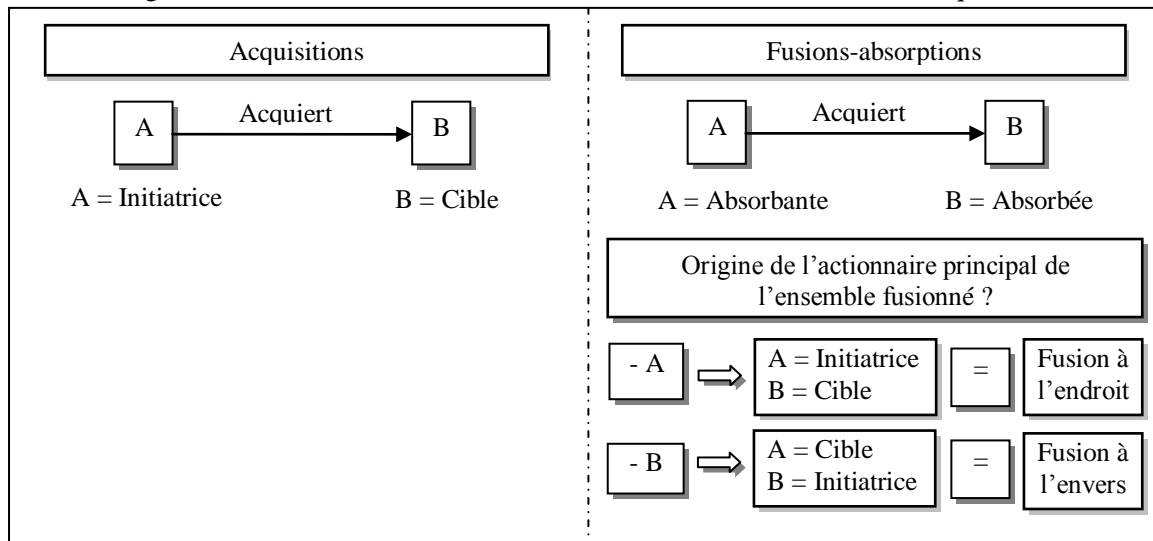
offres publiques en est l'illustration extrême. Une entreprise annonce publiquement et directement aux actionnaires d'une société cotée qu'elle s'engage à acquérir l'intégralité de leurs titres à un prix donné en l'échange d'espèces (OPA) ou de ses propres actions (OPE). L'actionnaire est alors libre de céder ses titres au regard des conditions de l'offre qu'il juge satisfaisantes ou non. Ces offres publiques se différencient donc des fusions-absorptions en reposant sur des mécanismes de marché d'offres et de demandes, des offres concurrentes pouvant être éventuellement formulées pour renchérir l'offre initiale. La conclusion des fusions-absorptions résulte à l'opposé d'une décision collective obtenue à la majorité des 2/3 des droits de vote en assemblée générale extraordinaire. Dans ces conditions, les actionnaires minoritaires peuvent se voir imposer la cession de leurs titres, sans que le seuil de détention de 95% des droits de vote tel qu'exigé pour les offres publiques de retrait obligatoire ne soit atteint.

En outre, les dirigeants des sociétés cibles d'offres publiques ne participent pas nécessairement au processus de rapprochement (Brealey et al. 2006). A l'inverse, les directions des sociétés participant à une fusion-absorption sont censées jouer un rôle actif dans la mesure où elles sont chargées de négocier et préparer l'opération, celle-ci s'apparente donc plus volontiers à un processus amical plus confidentiel. Les équipes dirigeantes et les conseils d'administration ne peuvent dans ces conditions être contournés. Cette distinction est somme toute relative car dans les faits, les offres publiques initiées contre l'agrément des directions en place sont peu nombreuses (Amann, 1992 ; Meier et Schier, 2006).

L'identification des sociétés initiatrices et cibles constitue enfin un point de différenciation supplémentaire des fusions-absorptions et des acquisitions. Pour ces dernières, la dichotomie est évidente puisque la société initiatrice est celle qui acquiert les titres alors que la société cible est celle qui les cède. La littérature académique et les professionnels de conclure que la société qui décide de prendre le contrôle d'une autre est l'initiatrice (Allani, 2005). Dans le vocabulaire des acquisitions, on assimile donc clairement société acquéreuse à société initiatrice et société acquise à société cible. Cette assimilation est erronée dans le contexte des fusions-absorptions. En effet, la société qui règle, l'absorbante, n'est pas toujours la société à l'initiative de l'opération. Cette assimilation est en outre d'autant plus malheureuse qu'elle repose sur la confusion que le pouvoir de contrôle n'appartient pas à l'entreprise absorbante en tant que telle mais aux actionnaires de référence du nouvel ensemble. Il faut donc se référer à la position de ces derniers avant et après l'opération au sein de la structure des droits de vote de l'entité regroupée pour déterminer laquelle des sociétés est véritablement l'initiatrice ou la cible de l'opération.

Ainsi d'après le règlement CRC 2004-01⁹, la société dont l'actionnaire principal avant l'opération devient (ou reste) l'actionnaire principal de l'ensemble après l'opération est la société initiatrice. Il en résulte une dichotomie spécifique aux fusions-absorptions (cf. figure n°1.2) avec d'un côté les opérations à l'endroit, où l'actionnaire principal de l'absorbante avant l'opération, bien que dilué, conserve son pouvoir à l'issue de celle-ci (absorbante = initiatrice) et de l'autre les opérations à l'envers, où l'actionnaire principal de l'absorbée avant l'opération prend le contrôle de l'ensemble après celle-ci (absorbante = cible).

Figure n°1.2 : Distinction des sociétés initiatrices/cibles des fusions-acquisitions



Au final, cette différenciation est particulièrement intéressante pour notre recherche dans la mesure où elle montre son originalité tout en permettant d'établir un parallèle avec les travaux jusqu'à présent réalisés.

Les poids respectifs des différentes techniques de rapprochement au sein du marché des fusions-acquisitions illustrent également le caractère singulier des fusions-absorptions. D'après les statistiques annuelles de l'AMF, le nombre d'opérations de rapprochement de sociétés cotées visées par celle-ci au cours de la période 1997-2006 s'élève à 1240 opérations (tableau n°1.1 page suivante). Le schéma de regroupement le plus fréquent dans le contexte français correspond aux rapprochements intra-groupes. Selon le rapport Lepetit (1996), plus de 80% des fusions-absorptions opérées entre 1992 et 1995 l'ont été entre une société mère et sa fille. Selon Thauvron (2000a), 61% des offres publiques intervenues entre 1993 et 1998, ont pour finalité un renforcement ou une fermeture de capital. Les opérations réalisées depuis, semblent également conforter ce constat, en témoigne la

⁹ Règlement 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au « traitement comptable des fusions et opérations assimilées »

prédominance des opérations d’offres de retrait et des offres de garanties de cours (près de la moitié des opérations de rapprochement entre 1997 et 2006).

Tableau n°1.1 : Opérations de rapprochement de sociétés cotées françaises visées par l’AMF entre 1997 – 2006 (en volume)

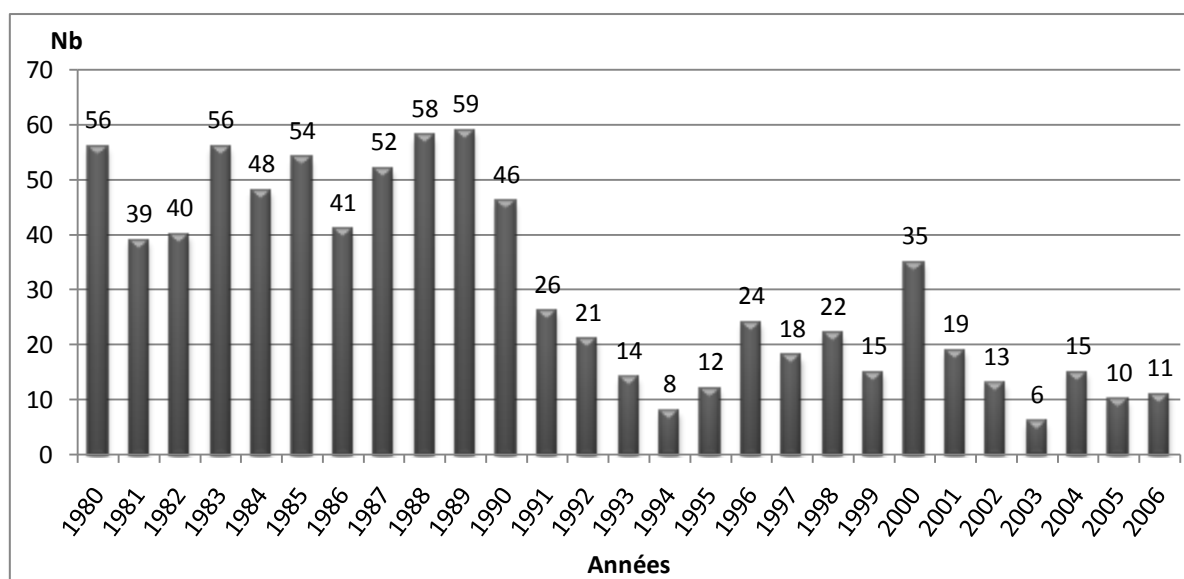
	ANNEES										TOTAL
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
FA (% Total F&A)	18 (11)	22 (14)	15 (13)	35 (19)	19 (14)	13 (12)	6 (8)	15 (16)	10 (10)	11 (13)	164 (13)
APA	10	11	12	24	19	11	8	9	9	14	127
Scission	-	-	-	-	6	-	-	-	-	-	6
Total Fusions	28	33	27	59	44	24	14	24	19	25	297
OPA	48	19	32	34	27	27	18	17	32	27	281
OPE	-	13	13	11	14	3	6	4	1	4	69
OP Mixtes	-	4	1	5	2	2	1	3	2	-	20
GC	25	41	20	18	8	9	5	7	9	6	148
OPR	6	7	2	3	4	1	1	2	6	2	34
OPR-RO	60	36	50	52	38	41	29	34	30	21	391
Total OP	139	120	118	123	93	83	60	67	80	60	943
Total F&A	167	153	145	182	137	107	74	91	99	85	1240

Sources : Rapports Annuels de la COB/AMF de 1997 à 2006

FA : Fusions-absorptions ; APA : Apports Partiels d’Actifs ; OPA : Offres Publiques d’Achat ; OPE : Offres Publiques d’Echange ; OP Mixtes : Offres Publiques Mixtes ; GC : Garanties de Cours ; OPR : Offres Publiques de Retrait ; OPR-RO : Offres Publiques de Retrait suivies d’un Retrait Obligatoire ; F&A : Fusions-Acquisitions

Les opérations de fusion-absorption sont relativement faibles depuis 1997, celles-ci sont au nombre de 164. Elles constituent néanmoins la troisième modalité juridique (en volume) la plus utilisée pour rapprocher les entreprises, derrière les offres publiques d’achat (281 opérations) et les offres de retrait suivies d’un retrait obligatoire (391 opérations). Ce constat avait déjà été fait par la commission chargée du rapport Lepetit (1996) puis par Trébucq (2000). Ces derniers précisent que depuis 1992 le nombre moyen d’opérations visées par la COB chaque année diminuent (15 fusions-absorptions en moyenne contre 50 dans les années 1980 (cf. figure n°1.3)). En parallèle, le nombre d’offres publiques d’achat, d’échange ou mixtes s’est accru passant ainsi de 10 opérations par an en moyenne au début des années 1980 (Trébucq, 2000, p.22) à près de 40 opérations à la fin des années 1990.

Figure n°1.3 : Nombre de fusions-absorptions en France visées par la COB/AMF
(Période 1980 – 2006)



Sources : Rapport Lepetit pour la période 1980-1996,
Rapports Annuels de la COB/AMF de 1996 à 2006

Malgré ce fléchissement et leur part relative au sein des modalités de regroupement, les opérations de fusion-absorption représentent la première modalité de rapprochement en termes de valeur (cf. tableau n°1.2).

Tableau n°1.2 : Opérations de rapprochement de sociétés cotées françaises
visées par l'AMF entre 1997 – 2006 (en valeur*, millions €)

	ANNEES										TOTAL
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
FA (% Total F&A)	16 107 (64)	14 892 (42)	7 324 (40)	18 665 (34)	5 995 (38)	5 242 (31)	3 892 (27)	29 090 (68)	18 270 (46)	1 106 (3)	120 583 (40)
APA	2 037	4 373	5 652	30 696	1 425	537	138	1 090	11 114	12 126	69 188
Scission	-	-	-	-	2 973	-	-	-	-	-	2 973
Total Fusions	18 144	19 265	12 976	49 361	10 393	5 779	4 030	30 180	29 384	13 232	192 744
OPA	4 620	9 068	3 106	3 629	3 251	5 353	310	2 754	5 329	3 374	40 794
OP Mixtes	-	1 796	36	757	1 760	1 710	4 554	7 696	1 251	-	19 560
GC	2 188	4 390	1 810	1 067	347	3 858	5 025	1 233	3 969	22 794	46 681
OPR	75	666	24	3	63	0	5	0	22	3	861
OPR-RO	143	92	192	778	80	57	275	694	111	361	2 783
Total OP	7 026	16 012	5 168	6 234	5 501	10 978	10 169	12 377	10 682	26 532	110 679
Total F&A	25 170	35 277	18 144	55 595	15 894	16 757	14 199	42 557	40 066	39 764	303 423

Sources : Rapports Annuels de la COB/AMF de 1997 à 2006

* La méthodologie retenue dans les statistiques de la COB/AMF ne valorise pas les OPE.

Les fusions-absorptions initiées au cours de la période 1997-2006 s'élèvent à près de 121 milliards d'euros, soit 40% du montant total des opérations de rapprochement visées par la COB/AMF (303 milliards d'euros). A titre de comparaison, les apports partiels d'actif, les garanties de cours et les offres publiques d'achat, qui sont les trois autres modalités les plus importantes en valeur, n'ont respectivement atteint que 69, 47 et 41 milliards d'euros. Il y a donc là une véritable spécificité des fusions-absorptions qui, ne passant pas par les mécanismes de marché, correspondent aux transactions les plus importantes en valeur.

2.2. Spécificité locale du contexte français

Outre le fait que la structure d'actionnariat des sociétés françaises est, contrairement aux sociétés américaines, plus concentrée et plus souvent entre les mains de familles fondatrices (Shleifer et Vishny, 1997 ; La Porta et al. 1999 ; Allouche et Amann, 2000, 2003 ; Faccio et Lang, 2002 ; Morin et Rigamonti, 2002), plusieurs différences existent entre les contextes français et anglo-saxon des fusions-acquisitions. Ces spécificités locales portent essentiellement sur :

- le niveau d'activité des marchés des fusions-acquisitions
- les conditions juridiques encadrant les fusions-absorptions
- leur nature économique
- les acteurs intervenants dans leur finalisation

Premièrement, le marché français des fusions-acquisitions même s'il a connu à la fin des années 1990 une forte progression, n'a jamais atteint le niveau des opérations enregistrées sur les marchés anglo-saxons. D'après les statistiques annuelles du fournisseur de données Thomson Financial¹⁰, le nombre d'opérations annoncées en France en 2006 était de 1 343 pour un montant global de 195 milliards de dollars alors qu'aux Etats-Unis et aux Royaume Uni, elles ont été respectivement au nombre de 10 679 et 2 903 et se sont élevées à plus de 1 475 et 333 milliards de dollars.

Deuxièmement, le contexte français des fusions se distingue du contexte anglo-saxon au regard des conditions juridiques qui encadrent les opérations. En fait comme en France, le terme générique *Merger* est source de confusion puisqu'il renvoie à la fois aux opérations d'acquisition (*acquisition*, *takeover* et *Subsidiary merger*¹¹) et à la fois aux opérations de fusion (*statutory merger* = fusion-absorption, *consolidation* = fusion-réunion). Aux Etats-

¹⁰ Ces statistiques sont extraites du rapport Thomson Financial intitulé « *Global M&A Financial Advisory* » du 4^{ème} trimestre 2007, http://www.thomsonreuters.com/business_units/financial/league_tables. Celui-ci recense les opérations de fusions-acquisitions « *mergers, acquisitions, repurchases, spin-offs, self-tenders, minority stake purchases and debt restructurings* » annoncées et réalisées dans le monde en 2006 et 2007.

¹¹ Le terme *Subsidiary merger* fait référence aux acquisitions par échange d'actions.

Unis, la réglementation des fusions varie d'un Etat à l'autre. Cependant, tous prévoient le cas des fusions-absorptions dans le sens où ces opérations donnent lieu à la transmission universelle du patrimoine de la société absorbée et à la disparition de celle-ci à l'issue de l'opération. Elles sont similaires aux opérations françaises au détail près que le mode de rémunération des actionnaires apporteurs est libre. Ce dernier peut prendre toutes les formes, soit en actions, soit en obligations soit encore en numéraire (Rapport Lepetit, 1996). Pour être validée, une telle fusion aux Etats-Unis nécessite l'accord du conseil d'administration et des actionnaires. Contrairement au cas français, la simple majorité des droits de vote (50%) est requise. Certains Etats exigent en outre l'exclusion du vote des actionnaires majoritaires intéressés lors de l'assemblée générale de la cible. Certains prévoient même l'absence de vote quand la société mère détient plus de 90% de la fille, dès lors une indemnisation en numéraire est accordée aux actionnaires minoritaires. En Grande-Bretagne, les actionnaires parties à l'opération qui détiennent plus de 10% des droits de vote de la société absorbée ne peuvent prendre part au vote dans l'assemblée générale de celle-ci (Rapport Naulot, 2005). A l'inverse en France, tous les actionnaires participent au vote.

Troisièmement, toute fusion anglo-saxonne est précédée d'une offre de marché qui vise à obtenir un maximum de titres. Les fusions anglo-saxonnes s'apparentent donc véritablement à une restructuration ou une fermeture de capital. Ce n'est pas nécessairement le cas en France.

Quatrièmement, les modalités d'information du marché contribuent également à rendre spécifique le contexte français. Les sociétés cotées françaises sont notamment tenues lors des fusions-absorptions de communiquer un prospectus d'information (nommé Document E) commun aux sociétés participantes qui sera visé par l'AMF avant la conclusion de l'opération. Ce document fait en outre l'objet d'un contrôle de la part d'un commissaire à la fusion, spécialement désigné par le président du tribunal de commerce pour apprécier les modalités de l'opération (la valeur des apports et le caractère équitable de la parité d'échange). Dans les pays anglo-saxons, il n'y a pas d'équivalent véritable. Les sociétés visées recourent généralement elles-mêmes à des experts indépendants qui leur fournissent des attestations d'équité (Rapport Naulot, 2005).

Conclusion de la section 1

L'objectif de cette première section était de clarifier le concept des fusions-absorptions. Ainsi, du point de vue économique, ces opérations s'apparentent soit à une prise de contrôle dans le cadre d'une stratégie de croissance externe soit à une restructuration interne. Du point de vue juridique, elles correspondent à une technique particulière des rapprochements d'entreprises. Celles-ci conduisent notamment à la confusion des patrimoines des sociétés participantes, à l'octroi d'actions aux actionnaires de la société qui disparaît et donc à la dilution éventuelle des droits de vote au sein de l'ensemble regroupé.

Cette section nous a également permis de montrer les spécificités des opérations de fusion-absorption françaises d'abord vis-à-vis des autres modes de rapprochement d'entreprises puis par rapport aux opérations réalisées dans le contexte anglo-saxon. En effet, contrairement aux acquisitions qui reposent sur des mécanismes de marché d'offres et de demandes, celles-ci s'apparentent plus volontiers à un processus négocié et confidentiel, irréversible et dont l'initiative ne revient pas nécessairement à la société absorbante (acquéreuse). Les fusions-absorptions, même si elles ne sont pas les plus nombreuses, constituent la première modalité de regroupement française en raison des montants engagés (121 Milliards d'euros). Enfin, les conditions d'approbation, d'information et de surveillance dans lesquelles elles interviennent les singularisent non seulement des autres modes de rapprochement mais aussi du contexte anglo-saxon.

Si les fusions-absorptions présentent une originalité certaine, elles ne sont pour autant pas totalement détachées des logiques qui prévalent dans les acquisitions et les modèles anglo-saxons. La section suivante s'appuie donc sur les travaux, principalement anglo-saxons, relatifs aux motivations des fusions-acquisitions. Elle vise à clarifier le contexte de déclenchement de ces opérations.

SECTION 2 – MOTIVATIONS DES FUSIONS-ABSORPTIONS

Les tenants et aboutissants des opérations de rapprochement ont depuis longtemps suscité l'intérêt du monde scientifique. Dans l'approche micro-économique traditionnelle, les fusions apparaissent comme une option stratégique permettant aux entreprises d'améliorer leur position concurrentielle, de répondre aux évolutions de l'environnement et *in fine* d'améliorer leurs profits. Dans cette logique, ces opérations seraient essentiellement motivées par la réalisation de synergies et par l'accroissement du pouvoir de marché des firmes résultant d'une taille plus importante et de l'internalisation d'activités réduisant les coûts de transaction.

Depuis le début des années 1980, les chercheurs ont tenté d'apprécier empiriquement la véracité de cette justification en mesurant la création de valeur dégagée par les fusions-acquisitions. Pour ces chercheurs, une telle opération n'est effectivement motivée par des effets synergétiques que si elle conduit à un accroissement de la richesse des actionnaires des sociétés participantes (Berkovitch et Narayanan, 1993). Contrairement à leurs attentes, aucun consensus n'a pu émerger de leurs résultats. En effet, obtenus principalement à partir d'études d'évènements¹², les résultats indiquent bien une création de richesses positive pour le nouvel ensemble mais une répartition inégale de celle-ci parmi les actionnaires des sociétés participantes. Les sociétés cibles bénéficieraient de rentabilités anormales positives importantes comprises entre 16 et 40%, alors que les sociétés initiatrices bénéficieraient à l'inverse de rentabilités anormales nulles (Bradley et al. 1988 ; Bessière, 1999 ; Phélizon, 2001) voire même négatives (Kaplan et Weisbach, 1992 ; Servaes, 1991 ; Mulherin et Boone, 2000 ; Andrade et al. 2001 ; Nguyen, 2005). Devant le nombre grandissant de ces opérations, les chercheurs se sont donc légitimement interrogés sur les véritables motivations des dirigeants en proposant des hypothèses alternatives.

Cette section recense les principales motivations abordées par la littérature. Leur étude doit en effet permettre d'apporter des éléments de compréhension contextuels des fusions-absorptions en illustrant leur caractère complexe et potentiellement conflictuel. Ainsi, malgré la singularité de chaque opération, plusieurs logiques (non exclusives) présidant à

¹² Les études d'évènements visent à étudier l'impact d'un événement particulier sur le cours des titres de sociétés. Ces études reposent sur le postulat que dans un marché efficient les investisseurs doivent réviser leurs anticipations à l'annonce d'un évènement. La méthodologie consiste alors à mesurer l'écart entre la rentabilité effectivement réalisée par un titre et sa rentabilité attendue (normale) en l'absence d'évènement (Dumontier et Martinez, 2001).

l'accomplissement des fusions-acquisitions sont présentées. Par souci de clarté, celles-ci ont été regroupées en trois groupes : les motivations liées à une meilleure efficacité économique du groupe fusionné (§1), les motivations liées à une imperfection des marchés financiers (§2) et les motivations révélatrices des problèmes d'agence (§3).

1. Fusions-acquisitions et efficacité économique des firmes

Très souvent, la justification essentielle des opérations de fusion-acquisition réside dans la promesse d'une meilleure efficacité économique des sociétés participantes. Celle-ci résulte généralement soit de la mise en œuvre de synergies (§1.1) soit du remplacement des équipes dirigeantes non efficaces (§1.2).

1.1. Motivations liées aux synergies

Selon Derhy (1996, p.74), les opérations de fusion-acquisition se justifient économiquement dès lors que la performance des entreprises regroupées excède la somme de celles de chacune des entreprises prises isolément. Cette amélioration de la performance serait le fruit de synergies consécutives au rapprochement effectif de ces entreprises (Husson, 1987, p.19) et dont les effets sont généralement illustrés par l'expression suivante « $2 + 2 = 5$ » (Weston, 1966). Plusieurs types de synergies peuvent être à l'origine des fusions. La typologie de Trautwein (1990) les regroupe en 3 catégories : les synergies opérationnelles (§1.1.1), les synergies financières (§1.1.2) ainsi que les synergies managériales (§1.1.3).

1.1.1. Synergies opérationnelles

Les synergies opérationnelles associées aux rapprochements d'entreprises peuvent tout d'abord provenir de l'amélioration du pouvoir de marché du groupe fusionné. Les objectifs de l'opération peuvent ainsi consister à renforcer le nombre de parts de marché ainsi que le pouvoir de négociation de l'entité vis-à-vis des clients et des fournisseurs. L'opération peut aussi être un moyen d'améliorer la marge de manœuvre de l'entreprise dans la fixation des prix de vente, de réduire la pression concurrentielle au sein du secteur et un moyen de créer des barrières à l'entrée pour de potentiels concurrents (Chatterjee, 1986).

Les synergies opérationnelles peuvent par ailleurs provenir de la réduction des coûts moyens du fait du regroupement. Ce dernier peut en effet permettre une meilleure allocation des facteurs de production et donc une meilleure gestion des coûts. Il peut aussi

compte tenu de l'accroissement de la taille de l'entreprise permettre la réalisation d'économies d'échelles, une amélioration des techniques de production et la combinaison de ressources complémentaires (Bradley et al. 1988). Le regroupement peut en outre être motivé par la réduction des coûts de transaction qui résultent par exemple de la recherche d'informations et du processus de négociation sur les marchés. En effet, la définition du périmètre optimal d'une entreprise, c'est-à-dire l'arbitrage entre ce qu'elle doit produire et ce qu'elle fait produire par d'autres, constitue une des options stratégiques des organisations (Coutinet et Sagot-Duvaurox, 2003). Dès lors que les coûts de transaction (externes) excèdent ceux (internes) auxquels l'entreprise serait confrontée si elle intégrait ces activités au sein de son organisation, le regroupement devient pertinent. Il permet en substance une coordination économique par l'entreprise moins onéreuse que celle du marché (Coase, 1937 ; Williamson, 1975).

Pour exister, les synergies opérationnelles présupposent que les entreprises qui fusionnent disposent d'activités, de produits ou bien de marchés présentant des similitudes. A défaut, comme dans le cas des fusions conglomerales, ce sont d'autres formes de synergies, financières et/ou managériales, qui sont attendues (Sudarsanam et al. 1996). Elles sont présentées ci-après.

1.1.2. Synergies financières

Sudarsanam et al. (1996) distinguent trois sources de synergies financières : les synergies résultant de la complémentarité des opportunités de croissance et des ressources financières entre les sociétés participantes (§1.1.2.1), les synergies consécutives à la réduction des coûts de faillite (§1.1.2.2) ainsi que les synergies de nature fiscale (§1.1.2.3).

1.1.2.1. Synergies liées à des opportunités et des ressources financières complémentaires

Si la fusion peut permettre un accès aux capitaux à un moindre coût en raison de l'augmentation de la taille de l'entreprise fusionnée, elle peut également constituer un moyen d'optimiser sa capacité d'endettement, et donc de maximiser sa valeur en investissant dans une autre entreprise disposant d'opportunités de croissance intéressantes mais ne possédant pas les fonds nécessaires à leur réalisation (Myers et Majluf, 1984 ; Bruner, 1988 ; Smith et Kim, 1994).

1.1.2.2. Synergies liées à la réduction des risques de faillite

La diversification des activités par le biais d'une fusion peut par ailleurs permettre de diminuer les coûts de faillite et d'accroître la valeur globale de l'entreprise. En fusionnant avec une société dont les flux économiques ne sont pas parfaitement corrélés aux siens, l'entreprise réduit la variabilité de ses résultats et rassure ainsi les pourvoyeurs de fonds quant à sa capacité à liquider ses dettes. La probabilité d'être en cessation de paiement diminuant, il y a un effet de «coassurance des dettes» (Lewellen, 1971) qui augmente incidemment la capacité d'endettement de la nouvelle entité.

Cette argumentation qui repose sur le postulat qu'il existe un niveau optimal de la structure de financement, et donc un arbitrage entre l'augmentation des économies fiscales sur frais financiers résultant d'un endettement plus important et l'augmentation des coûts de faillite, est toutefois très fragile (Husson, 1987). En effet, s'appuyant sur les travaux de Modigliani et Miller (1963)¹³, Haugen et Senbet (1978) contestent l'existence réelle d'un tel arbitrage, la valeur actuelle des coûts de faillite étant pour eux marginale par rapport à celle des économies fiscales. La pertinence de cette argumentation apparaît alors considérablement faible. Pour Galai et Masulis (1976), l'idée de synergies fondées sur l'unique réduction des risques de faillite repose en sus sur la confusion entre la valeur globale de l'entreprise et celle de ses capitaux propres. Selon ces auteurs, le regroupement en l'absence de synergies économiques provoque seulement un transfert de richesses des actionnaires au profit des créanciers mais en aucun cas une augmentation de la valeur globale de la firme.

1.1.2.3. Synergies fiscales

Plusieurs considérations fiscales peuvent également motiver le déclenchement de fusions. La littérature reconnaît 3 sources d'économies fiscales (Auerbach et Reishus, 1988 ; Gilson et al. 1988). Ainsi, outre la déduction des intérêts des nouveaux emprunts auquel il a été fait référence dans le paragraphe précédent, des économies fiscales peuvent résulter de l'augmentation des dotations aux amortissements. En effet, le regroupement peut être l'occasion de procéder à des réévaluations d'actifs de la société absorbée et donc à une augmentation des bases amortissables du nouvel ensemble. Il en résulte une augmentation du montant des dotations par rapport à la situation où les sociétés n'auraient pas fusionné et donc une diminution de l'impôt (Gilson et al. 1988).

¹³ Pour Modigliani et Miller (1963), la valeur globale de la firme en présence d'impôts augmente à mesure que l'endettement s'accroît, et ce en raison des économies fiscales sur frais financiers.

D'autres économies peuvent enfin provenir de la compensation des résultats bénéficiaires et déficitaires des sociétés participantes. Si dans le cadre des acquisitions, le regroupement des résultats s'opère aisément par le mécanisme d'intégration fiscale¹⁴, le mécanisme de compensation dans les fusions-absorptions n'est en revanche autorisé¹⁵ que pour transférer les bénéfices de la société absorbée vers les déficits de l'absorbante. Pour y parvenir, il peut donc être nécessaire d'inverser le sens de l'opération (fusion à l'envers).

Selon Weston et al. (2004, p. 96), les études empiriques révèlent que dans plus de 90% des regroupements les facteurs fiscaux ne sont pas déterminants dans le déclenchement de l'opération. D'ailleurs, lorsqu'ils exercent une influence significative, ils n'en constituent pas pour autant la principale motivation (Hayn, 1989). Gilson et al. (1988) ajoutent en outre que les avantages fiscaux qui peuvent être obtenus à l'occasion de fusions-acquisitions peuvent très souvent être obtenus par d'autres moyens (un rachat d'actions financé par un nouvel emprunt par exemple). Les considérations fiscales semblent enfin surtout affecter le « *timing* » et les modalités de l'opération (Walsh et Seward, 1990).

1.1.3. Synergies managériales

Les synergies managériales sont obtenues lorsque les dirigeants des entreprises participantes partagent leurs connaissances et leurs savoir-faire. Pour Meier et Schier (2006), ces synergies touchent essentiellement les activités de recherche, d'innovation technologique ou commerciale. Elles peuvent également intervenir lors de l'internationalisation des activités d'une des sociétés lorsque l'autre bénéficie déjà d'une expérience en la matière. Ces fondements motivationnels reposent alors principalement sur la réalisation de synergies du fait du partage des ressources managériales.

1.2. Motivations disciplinaires

D'autres chercheurs considèrent à l'inverse que le regroupement peut être initié dans l'objectif de remplacer des équipes dirigeantes non efficaces. Manne (1965) puis Alchian et Demsetz (1972) sont les premiers à considérer le mécanisme des fusions-acquisitions comme composant à part entière du marché du contrôle des entreprises, marché au sein

¹⁴ Dans le cas français, l'acquéreuse doit toutefois détenir 95% du capital de la société cible à l'issue de l'opération.

¹⁵ Selon le régime fiscal français des fusions (Art. 210A du Code Général des Impôts), les opérations motivées par le transfert des résultats des absorbées vers ceux des absorbantes ne peuvent en aucun cas permettre le transfert des déficits des premières vers les bénéfices des secondes. Seule la situation inverse est autorisée pour autant que le sens de la fusion soit justifié par d'autres motivations économiques. A défaut, l'administration fiscale peut invoquer un abus de droit et redresser l'entreprise concernée.

duquel des équipes dirigeantes se disputent le droit de gérer des entreprises (Jensen et Ruback, 1983). Dans cet esprit, ces opérations peuvent être interprétées comme un moyen de résoudre et de minimiser les coûts d'agence en mettant sous pression les dirigeants, qui, s'ils n'agissent pas dans l'intérêt des actionnaires, peuvent être destitués de leurs fonctions. Des équipes dirigeantes externes plus performantes peuvent dans ces conditions décider de prendre le contrôle de l'entreprise afin de se substituer aux équipes en place et procéder à une gestion plus efficace des actifs de l'entreprise (Jensen, 1988). Le changement de dirigeants est alors associé à un changement de politique et de stratégie (Derhy, 1996).

A travers cette conception, ces chercheurs font l'hypothèse implicite que les performances des entreprises sont attachées en partie aux compétences managériales des dirigeants (Manne, 1965). Les marchés (efficaces) intègrent donc dans leur valorisation des entreprises, la qualité du management. Ils postulent également un rôle relativement passif des actionnaires, ceux-ci se contentant de choisir l'équipe externe qui propose la meilleure offre sur le marché du contrôle des entreprises (Jensen et Ruback, 1983). Dans ces conditions, le marché des fusions-acquisitions apparaît alors comme un mécanisme de contrôle externe alternatif, permettant de pallier à l'inefficacité des mécanismes de contrôle interne, opérés notamment à travers le conseil d'administration (Fama et Jensen, 1983 ; Jensen, 1988 ; Shivdasani, 1993 ; Kini et al. 1995).

De nombreux chercheurs se sont intéressés au caractère disciplinaire des fusions-acquisitions. Mandelker (1974), Asquith (1983), Kennedy et Limmack (1996) puis Agrawal et Jaffe (1997) observent ainsi des rendements anormaux avant l'opération négatifs et significatifs pour les sociétés cibles. Hasbrouck (1985), Lang et al. (1989) et Servaes (1991) utilisent le ratio Q de Tobin comme mesure de la performance managériale. Le premier constate que les sociétés cibles de prise de contrôle ont un ratio inférieur à celui des sociétés n'ayant pas fait l'objet de telles opérations. Les deux autres montrent que les gains totaux obtenus à l'issue de l'opération sont d'autant plus importants que le ratio Q des sociétés initiatrices est élevé et celui des cibles faible. Ces différents résultats soutiennent donc l'hypothèse d'inefficacité managériale chez les cibles. Quant à Martin et McConnell (1991), Hambrick et Cannella (1993), Kini et al. (1995) puis Kennedy et Limmack (1996), ils confirment cet aspect disciplinaire en établissant un lien négatif entre les performances des cibles avant l'opération et le niveau de *turnover* des équipes dirigeantes juste après l'opération.

Les résultats obtenus restent toutefois contrastés dans la mesure où Dodd et Ruback (1977), Martin et McConnell (1991), Franks et Mayer (1996), n'apportent pas d'éléments

probants quant à l'existence de performances anormales négatives avant l'annonce de l'opération chez les sociétés cibles, leurs résultats n'étant pas significatifs. Kini et al. (1995) obtiennent même des résultats contraires aux prédictions théoriques puisqu'ils observent des rentabilités anormales positives pour les sociétés cibles avant l'opération. Quant à Allani (2005), il conclue que les résultats obtenus sont extrêmement sensibles aux mesures employées pour apprécier la performance des sociétés cibles. En effet, en utilisant plusieurs mesures (dont notamment les ratios comptables de rentabilité économique et rentabilité financière, le ratio *Market-to-book*, les rentabilités boursières anormales), ses résultats sont contradictoires et l'empêchent de valider l'hypothèse disciplinaire.

Finalement, les motivations synergiques et disciplinaires des fusions-acquisitions qui se fondent sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers impliquent également une meilleure création de richesses¹⁶ pour les actionnaires des firmes regroupées (Dodd et Ruback, 1977 ; Asquith, 1983 ; Bradley et al. 1988 ; Charlety-Lepers et Sassenou, 1994 ; Bessière, 1999). Or, l'échec récurrent d'opérations et l'observation répétée des destructions de valeur pour les actionnaires des sociétés initiatrices (Servaes, 1991 ; Kaplan et Weisbach, 1992 ; Charlety-Lepers et Sassenou, 1994 ; Pécherot, 2000 ; Mulherin et Boone, 2000 ; Walker, 2000 ; Andrade et al. 2001 ; Nguyen, 2005) ont légitimement conduit les chercheurs à s'interroger sur d'autres hypothèses motivationnelles. Celles-ci sont exposées ci-après.

2. Fusions-acquisitions et imperfection du marché financier

Parmi les hypothèses alternatives aux motivations synergétiques et disciplinaires des regroupements d'entreprises, l'existence momentanée d'un avantage informationnel des sociétés initiatrices sur la valeur de leur cible a été envisagée comme élément déclencheur de l'opération. Les fusions-acquisitions auraient pour origine l'inefficience passagère des marchés financiers. Afin de mieux comprendre la démarche théorique sous-jacente, l'hypothèse d'efficience des marchés est d'abord présentée (§2.1). La question des opérations engendrées par les imperfections du marché est ensuite abordée (§2.2).

¹⁶ Classiquement, la littérature considère que les gains réalisés lors des prises de contrôle hostiles (contre l'agrément de la direction en place) proviennent du remplacement des équipes dirigeantes non efficaces alors que dans les opérations amicales, ceux-ci seraient la manifestation des effets de synergies (Morck et al. 1988, p.102). Pour Schwert (2000), la dichotomie hostile/amicale est plus complexe. L'hostilité refléterait les choix stratégiques des sociétés initiatrices ou cibles en termes de négociation. Pour Thauvron (2000a), cette dichotomie n'est donc pas pertinente. Dès lors, la fusion-absorption, même si elle s'apparente à une opération amicale car négociée, peut conduire à l'éviction des dirigeants cibles non efficaces, et ce d'autant plus que l'opération amène par définition à une réduction du nombre de postes de direction.

2.1. Hypothèse d'efficience des marchés financiers

La théorie financière traditionnelle repose sur le principe des marchés de capitaux efficients. Selon Fama (1965), un marché est efficient lorsque l'ensemble des informations disponibles, pour chaque actif financier coté sur ce marché, est immédiatement intégré dans leur prix. Les cours reflètent donc en permanence la meilleure estimation de la valeur intrinsèque des titres. En effet, les investisseurs financiers étant nombreux, rationnels et cherchant à maximiser leurs profits, il en résulte une concurrence active qui conduit à un ajustement instantané des prix à toute nouvelle information et donc à une espérance mathématique de gains pour les investisseurs égale à zéro. Pour Jensen (1978), un marché est efficient lorsqu'aucun investisseur ne peut dégager un gain substantiel (c'est-à-dire supérieur aux coûts de transaction engendrés par l'achat ou la vente d'un actif financier) en spéculant sur la base des informations disponibles sur ce marché.

Pour Fama (1970), plusieurs conditions peuvent concourir à l'existence d'un marché efficient. Celles-ci sont suffisantes mais pas nécessairement indispensables à l'efficience des marchés. La première réside dans la rationalité des investisseurs qui doivent non seulement agir de manière cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent mais aussi chercher à maximiser leur espérance d'utilité. La seconde a trait à la libre circulation de l'information, celle-ci doit en effet être diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques. Les investisseurs doivent par ailleurs pouvoir réagir instantanément à une nouvelle information du fait d'un traitement en temps réel. La troisième condition consiste en la gratuité et en la fiabilité de l'information. En l'espèce, les intervenants sur le marché ne doivent pas subir de coûts supplémentaires de gestion pour obtenir une information. La quatrième condition est relative à l'absence de coûts de transaction. Les intervenants sur le marché ne doivent pas hésiter à acheter ou vendre en raison de coûts de transaction tels qu'ils grèvent ou annulent le gain potentiel réalisable. Enfin la dernière condition repose sur l'atomicité des investisseurs et la liquidité des titres.

Depuis ses débuts et au regard des conditions précédentes trop peu souvent réunies, cette vision relativement stricte de l'efficience a évolué. Aujourd'hui ce n'est plus la notion d'efficience des marchés en tant que telle qui fait débat, c'est le degré d'efficience effectivement atteint par les marchés.

En s'appuyant sur la nature de l'information utilisée par les investisseurs, Fama (1970) distingue 3 niveaux d'efficience. Le premier niveau, appelé « forme faible » de l'efficience, suppose que les cours reflètent toute l'information contenue dans les cours

historiques. Dans cette hypothèse, il n'est pas possible pour un investisseur de tirer parti des informations passées puisque celles-ci sont déjà partagées par tous les autres intervenants du marché. Le second niveau, la « forme semi-forte » de l'efficacité, présume que les cours intègrent toute l'information publique disponible. Dans cette hypothèse, il n'est pas possible de tirer parti des informations au moment même où elles sont rendues publiques (par exemple, lors de la publication des résultats). Enfin, le dernier niveau, la « forme forte » de l'efficacité, établit que toute l'information connue, publique ou privée, est entièrement intégrée dans les cours. Il n'est donc pas possible ici de tirer parti d'informations privées pour réaliser un profit spécifique sur les marchés financiers (par exemple, l'occurrence d'une opération de fusion-acquisition). Si les deux premières formes sont généralement admises par la littérature, la vérification de la troisième a toujours été plus délicate dans la mesure où il est difficile d'accéder aux informations qui sont par définition privées. C'est justement sur ce point que se sont positionnés les chercheurs qui ont souhaité trouver une explication alternative aux opérations de regroupement d'entreprises.

2.2. Fusions-acquisitions et inefficience temporaire des marchés financiers

Schleifer et Vishny (2003) postulent que le déclenchement d'une opération de fusion peut être fondé sur une évaluation incorrecte du marché des titres d'une société. Des dirigeants initiateurs, disposant d'informations privées sur la valeur de cette société (Holderness et Sheehan, 1985), peuvent estimer qu'elle est sous-évaluée et ainsi espérer réaliser un profit substantiel par le biais d'une opération de fusion-acquisition.

Empiriquement, plusieurs travaux montrent que les marchés procèdent à un réajustement automatique de la valeur des titres des sociétés cibles à l'annonce de ces opérations (De Bondt et Thomson, 1992) et ce quelle que soit leur issue (Dodd et Ruback, 1977). Ces résultats soutiennent donc l'idée d'une sous-évaluation préalable de la cible en soulignant l'apport informationnel de leur annonce. En effet, si l'opération est fondée sur des motivations synergétiques ou disciplinaires, son annulation devrait conduire à un réajustement du cours de la cible à son niveau initial (Asquith, 1983 ; Fabozzi et al. 1988). En revanche, si l'opération repose sur la sous-évaluation de la cible, le cours après l'échec devrait se maintenir (Bradley et al. 1983) car l'opération révèle sa « vraie » valeur.

L'hypothèse de la sous-évaluation de la cible comme élément déclencheur de l'opération est toutefois à nuancer pour deux raisons. La première repose sur l'hypothèse d'efficacité des marchés dans sa forme semi-forte selon laquelle l'annonce, en tant que signal, suffit à

rapprocher les cours des véritables valeurs des sociétés et à empêcher la réalisation de gains substantiels sur la base d'informations devenues publiques (Husson, 1987). La seconde a trait quant à elle au maintien des cours après un échec qui ne serait pas nécessairement imputable à un apport informationnel de l'annonce de l'opération. En effet pour Bradley et al. (1983), ce maintien peut s'expliquer par la mise en place d'une stratégie plus efficace des dirigeants des sociétés cibles à l'issue de l'offre ou bien par l'anticipation d'une offre ultérieure. Ils valident cette seconde explication en montrant un réajustement des cours de la cible à leurs niveaux initiaux si aucune offre n'intervient dans les 5 ans suivant la première tentative.

3. Fusions-acquisitions et problèmes d'agence

Une autre hypothèse alternative aux motivations synergétiques et disciplinaires des regroupements d'entreprises a été envisagée. Il s'agit de la présence d'un problème d'agence. En effet, les dirigeants et les actionnaires des sociétés participantes n'étant pas affectés de la même manière par l'opération, des conflits d'intérêts entre ces individus peuvent survenir. Les actionnaires peuvent espérer accroître la valeur de leurs droits de propriété alors que les dirigeants peuvent eux tenter de s'enraciner, de bénéficier d'une rémunération plus importante ou de satisfaire leur ego.

La théorie de l'agence, parce qu'elle fournit un cadre d'analyse général des conflits entre actionnaires et dirigeants, est tout d'abord présentée (§3.1). Les hypothèses justificatives des fusions-acquisitions résultant des conflits d'agence sont alors exposées. Elles correspondent respectivement aux hypothèses d'enracinement (§3.2), des *free cash-flows* (§3.3) et d'*hubris* (§3.4).

3.1. Théorie de l'agence et conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants

La théorie de l'agence repose sur une vision contractualiste de la firme (Coase, 1937 ; Alchian et Demsetz, 1972 ; Jensen et Meckling, 1976, Fama, 1980). Celle-ci s'inspire des travaux de Berle et Means (1932) fondés sur la séparation des fonctions de propriété et de contrôle des sociétés modernes aux Etats-Unis. Elle abandonne donc la conception traditionnelle où l'entreprise est assimilée à une « boîte noire » dont la propriété et la gestion reviennent à un entrepreneur unique et dont l'objectif est la seule maximisation du profit. La théorie de l'agence s'intéresse à l'inverse à l'organisation interne de l'entreprise

en analysant les relations contractuelles¹⁷ existant entre les individus au sein de l'organisation (actionnaires, dirigeants, créanciers, etc.) et en envisageant la possibilité d'une divergence d'intérêts entre les acteurs. L'entreprise y est perçue comme un « nœud de contrats » où les individus agissent de manière rationnelle et cherchent à maximiser leurs propres intérêts.

Cette situation est rendue possible en raison de l'existence d'une asymétrie d'informations entre les individus participant au contrat. En effet, les contrats s'ils permettent de réduire l'incertitude pesant sur la relation, restent incomplets et ne peuvent prévoir avec précision toutes les situations possibles. Ils fournissent seulement des garanties aux intérêts minimums des parties. L'incertitude entourant la relation d'agence porte généralement soit sur les informations fournies par l'un des cocontractants avant la conclusion du contrat (on parle dans ce cas de « sélection adverse ») soit sur son comportement après la conclusion (on parle ici « d'hasard moral »). Les problèmes d'agence qui en résultent, et notamment ceux entre dirigeants et actionnaires, engendrent alors des coûts qui peuvent être classés en 3 catégories (Jensen et Meckling, 1976) : les coûts de surveillance, les coûts de dédouanement et les coûts résiduels¹⁸.

Ce cadre théorique offre une lecture intéressante des déclenchements des fusions-acquisitions dans la mesure où ces opérations peuvent soit constituer un moyen de résoudre et de minimiser les coûts d'agence soit résulter de problèmes d'agence (Thauvron, 2000a). C'est dans cette dernière logique que s'inscrivent les motivations présentées ci-après.

3.2. Fusions-acquisitions et hypothèse d'enracinement

La théorie de l'enracinement désigne les comportements des dirigeants qui cherchent à modifier leur environnement (la structure de contrôle, l'asymétrie d'information, l'intensité concurrentielle du marché de l'emploi, etc.) afin de modifier les rapports de pouvoir avec les actionnaires et les autres partenaires de l'entreprise et ainsi accroître leur fonction d'utilité. A travers leur politique d'investissement, les dirigeants détournent les ressources

¹⁷ Une relation d'agence est définie comme un contrat par lequel une personne (le principal) recourt aux services d'une autre (l'agent) afin qu'elle accomplisse en son nom un service (Jensen et Meckling, 1976).

¹⁸ Les coûts de surveillance « *monitoring expenditures* » correspondent aux frais engagés par le principal pour vérifier que les décisions prises par l'agent sont conformes à ses intérêts. Il s'agit des coûts liés non seulement aux mécanismes de contrôle (honoraires des commissaires aux comptes par exemple) mais aussi aux mécanismes d'incitation (système d'intéressement par exemple). Les coûts de dédouanement « *bonding expenditures* » correspondent quant à eux aux dépenses supportées par l'agent (le dirigeant) pour apporter au principal (les actionnaires) l'assurance de la qualité de sa gestion (par l'édition de rapports annuels par exemple). Enfin, les coûts résiduels « *residual loss* » sont les pertes d'utilité persistantes qui résultent de la divergence d'intérêts entre l'agent et le principal et qui n'ont pu être éliminées par la surveillance et le dédouanement. Ils sont supportés à la fois par l'agent et le principal (Charreaux, 1987, p.26).

de l'entreprise de leur objectif principal, celui de la maximisation de la richesse de l'actionnaire (Paquerot, 1996).

Selon Mueller (1969), les avantages financiers et non financiers (rémunération, avancement, prestige et pouvoir) dont bénéficient les dirigeants sont étroitement liés à l'accroissement de la taille de l'entreprise. En fusionnant, les dirigeants vont chercher à maximiser la taille de leur entreprise afin de bénéficier d'avantages privés même si cela revient à surpayer la cible ou à investir dans des projets à Valeur Actuelle Nette (VAN) négative (Morck et al. 1990). Cet accroissement leur permet ainsi d'élargir leur empire (Morck et al. 1990), d'améliorer leur rémunération (Firth, 1991), d'étendre leur prestige et leurs réseaux professionnels (Avery et al. 1998). Il leur permet en outre par la réduction du risque de faillite de leur entreprise (en diversifiant les activités par exemple) d'abaisser le risque pesant sur leur capital humain (Amihud et Lev, 1981).

Leur enracinement peut enfin s'opérer par la complexification de la structure du groupe. Par le biais de la fusion, les dirigeants vont investir dans des actifs complémentaires de leur capital humain qui vont rendre indispensables leurs compétences spécifiques et créer en même temps une dépendance de l'entreprise à leur égard. En procédant de la sorte, ils s'assurent une plus grande sécurité d'emploi puisque leur remplacement devient plus coûteux pour les actionnaires. Ils peuvent en outre obtenir une rémunération plus élevée et disposer d'une marge de liberté plus importante dans la détermination de la stratégie de l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1989).

3.3. Fusions-acquisitions et hypothèse des *free cash-flows*

Jensen (1986, 1988) apporte une explication supplémentaire aux fusions-acquisitions. Pour lui, ces opérations permettent aux dirigeants de s'enraciner dans la mesure où elles constituent un instrument de réallocation des *free cash-flows*¹⁹ de l'entreprise. Les dirigeants conserveraient ces liquidités ou les dépenseraient dans des projets non rentables plutôt que de les distribuer aux actionnaires sous la forme de dividendes. En effet, la distribution de cet excédent aux actionnaires n'est pas dans l'intérêt des dirigeants dans la mesure où elle réduit le montant des ressources sous leur contrôle et incidemment leur pouvoir en les soumettant à la surveillance du marché financier pour l'obtention ultérieure de nouveaux capitaux. L'utilisation du surplus de liquidités par l'intermédiaire des fusions-acquisitions permet aux dirigeants d'accroître la taille de leur entreprise et d'augmenter

¹⁹ Jensen (1986, 1988) définit les *free cash-flows* comme étant le surplus de liquidités disponibles de l'entreprise une fois que tous les investissements, dont la VAN actualisée au coût du capital est positive, ont été réalisés.

leur pouvoir en multipliant le nombre de ressources sous leur contrôle et en conservant une certaine autonomie à l'égard des marchés financiers. Cela réduit également le risque que leur société soit elle-même la cible d'une prise de contrôle (Hasbrouck, 1985 ; Palepu, 1986 ; Gorton et al. 2005).

Empiriquement, Lang et al. (1991) montrent un lien statistiquement négatif entre les rendements anormaux obtenus par les sociétés acquéreuses et le montant de leurs *free cash-flows* lorsque leurs opportunités d'investissement internes sont faibles (ratio Q de Tobin faible). Les acquéreurs disposant de *free cash-flows* importants ainsi que de faibles opportunités d'investissement internes obtiennent en outre des rendements anormaux négatifs à la date d'annonce de l'opération. Ces auteurs concluent alors que la diminution de la richesse des actionnaires de l'acquéreuse s'explique par le fait que l'opération révèle au marché la mauvaise gestion des ressources de l'entreprise par les dirigeants. Ainsi, lorsque les acquéreurs disposent de *free cash-flows* importants mais de fortes opportunités d'investissement internes, les rentabilités anormales sont significativement positives à la date d'annonce de l'opération. Hanson (1992) conforte lui aussi l'hypothèse de Jensen (1986 ; 1988) dans la mesure où il obtient que les entreprises acquéreuses qui disposent de *free cash-flows* abondants entreprennent des opérations faiblement rentables. De même, Harford (1999) montre que les firmes disposant de *free cash-flows* importants sont plus susceptibles de procéder à des acquisitions destructrices de valeur, les réactions du marché à l'annonce de ces opérations étant négatives et les performances opérationnelles de l'ensemble chutant après l'opération.

3.4. Fusions-acquisitions et hypothèse d'orgueil des dirigeants (*hubris*)

L'hypothèse d'*hubris* (Roll, 1986) fournit un regard supplémentaire sur le déclenchement des opérations de fusion-acquisition. Cette hypothèse repose sur le fondement que les dirigeants initiateurs souffrent d'un excès d'optimisme qui les conduit à surévaluer le niveau des synergies potentielles qui pourront découler de l'opération. Persuadés que leur évaluation est meilleure que celle du marché, les dirigeants surestiment la valeur des sociétés cibles et payent en conséquence un prix excessif aux actionnaires de celles-ci.

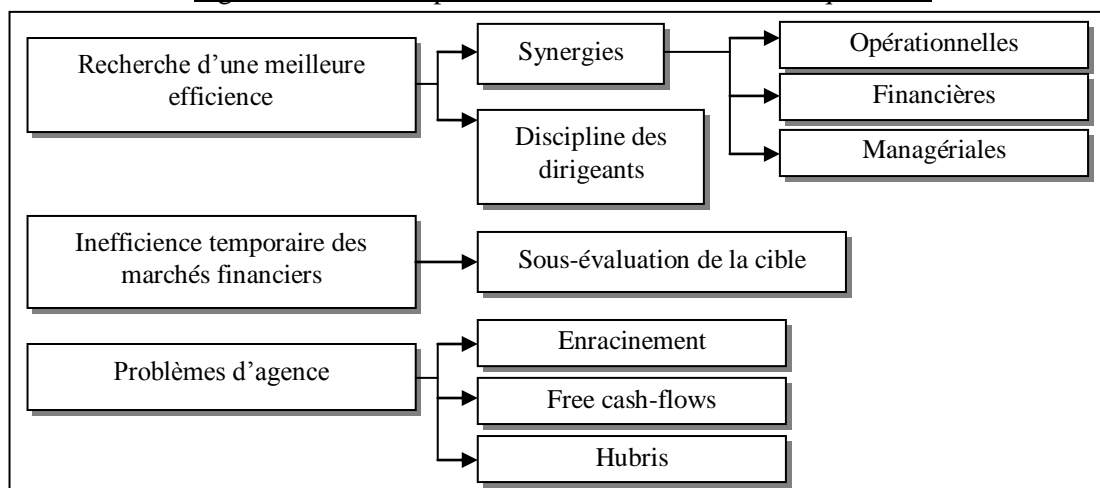
L'hypothèse d'*hubris* a en commun avec les hypothèses précédentes d'enracinement et des *free cash-flows* qu'elle conduit à une dégradation de la richesse des actionnaires des sociétés initiatrices. Les dirigeants croient investir dans des projets rentables mais dont la VAN est finalement négative. L'opération aboutit alors à un transfert de richesses des actionnaires de la société initiatrice au profit de ceux de la cible. L'hypothèse d'*hubris* se

distingue donc des deux autres hypothèses dans la mesure où les dirigeants ne sont pas rationnels, ils n'apprennent pas de leurs erreurs passées et ignorent le phénomène de « malédiction du vainqueur » (*Winner's curse*). Ils ne sont pas nécessairement opportunistes (Roll, 1986, p.214).

Hayward et Hambrick (1997) sont parmi les premiers à tester cette hypothèse. Ils montrent que les effets psychologiques résultant des fortes performances récentes de la firme, de l'éloge des médias autour du dirigeant ainsi que l'importance relative du dirigeant (mesurée à partir du poids relatif de sa rémunération par rapport à celle du 2nd dirigeant le mieux payé de l'entreprise) influencent positivement la prime payée par l'initiatrice ainsi que la perte subie par ses actionnaires. De la même manière, Malmendier et Tate (2003, 2005a, b) montrent que l'*hubris* explique une part significative de la perte de valeur des actionnaires des sociétés initiatrices. Ils postulent en outre que l'excès de confiance repose aussi sur la croyance des dirigeants que leur firme est sous-évaluée par le marché. Quant à Hietala et al. (2003), ils étudient le prix excessif payé par la société Viacom pour acquérir la société Paramount. Le PDG de Viacom détenant plus des 2/3 de sa société, ils expliquent le prix versé par la combinaison d'un excès de confiance du dirigeant et sa motivation à obtenir des gains privés. Finalement, ces auteurs confirment l'hypothèse d'*hubris* mais concluent qu'elle ne peut à elle seule expliquer le phénomène des fusions-acquisitions.

La figure suivante synthétise les principales motivations recensées par la littérature.

Figure n°1.4 : Principales motivations aux fusions-acquisitions



Conclusion de la section 2

L'objectif de cette section était de montrer en quoi les motivations des fusions peuvent être plurielles et complexes. En effet, si les dirigeants des sociétés à l'initiative du rapprochement invoquent souvent l'amélioration de l'efficacité économique des firmes participantes à travers la réalisation de synergies économiques, financières ou managériales ou à travers le remplacement d'équipes dirigeantes non efficientes, les résultats des tests sur les performances financières à la suite de ces opérations remettent bien souvent en cause cette seule justification. La perte de richesses subie par les actionnaires des sociétés acquéreuses a ainsi poussé les chercheurs à envisager d'autres motivations telles que l'inefficience passagère des marchés financiers ainsi que l'existence de problèmes d'agence avec notamment la volonté d'enracinement des dirigeants, la réallocation des *free cash-flows* et l'excès d'optimisme des dirigeants. Mais là encore, les résultats restent contrastés et ne permettent pas d'identifier avec précision toutes les logiques présidant à l'accomplissement des fusions.

Cette revue des motivations permet de saisir les enjeux entourant la conclusion des fusions au travers des conflits d'intérêts potentiels engendrés entre les acteurs. Les dirigeants peuvent en effet chercher à optimiser la richesse de leurs actionnaires et/ou à maximiser leurs propres intérêts. Des transferts de richesses peuvent donc en résulter. Ils s'exercent soit entre les actionnaires des sociétés participantes en raison de la répartition des bénéfices générés par l'opération soit entre les dirigeants et leurs propres actionnaires tel que décrit par la théorie de l'agence.

Cette revue témoigne en outre de l'existence d'asymétries informationnelles entre les acteurs à l'occasion des fusions. Celles-ci peuvent se manifester entre les dirigeants des sociétés participantes. Conformément à l'hypothèse disciplinaire, certaines équipes peuvent disposer d'informations les poussant à croire qu'elles vont mieux gérer l'entreprise convoitée que l'actuelle équipe en place. Les asymétries peuvent également intervenir entre les dirigeants et le reste du marché comme le prédit l'hypothèse d'inefficience temporaire des marchés financiers. Elle peut enfin se situer entre les dirigeants et leurs actionnaires dans le cadre de leur relation d'agence.

Enfin, cette revue permet de conclure que si certaines motivations sont insuffisantes pour justifier à elles seules le déclenchement d'une opération, elles jouent toutefois un rôle indéniable dans la fixation des modalités de l'opération tels que le prix, le mode de paiement, le sens de l'opération et la comptabilisation de l'opération.

La section suivante présente la mise en œuvre pratique des fusions-absorptions. Elle a pour objectif de montrer, qu'au-delà des motivations générales exposées précédemment, les modalités de l'opération sont au cœur des préoccupations des différents acteurs. Elle vise également à démontrer le rôle prépondérant de l'information comptable et financière dans la fixation de ces modalités.

**SECTION 3 – LES MODALITES FINANCIERES DES FUSIONS-
ABSORPTIONS : DES SOURCES DE CONFLITS POTENTIELS BASEES
SUR L'INFORMATION COMPTABLE**

Les fusions-absorptions sont sources d'enjeux multiples parfois antagoniques pour les actionnaires et les dirigeants des sociétés participantes. L'opération, si elle se justifie par la volonté d'accroître la richesse des actionnaires, peut aussi, nous l'avons vu, servir les intérêts personnels des dirigeants. Des transferts de richesses peuvent ainsi s'opérer entre actionnaires et/ou entre actionnaires et dirigeants. Dans ce contexte, la fixation des modalités financières de l'opération parmi lesquelles figurent la parité d'échange et les valeurs d'apport revêt une importance toute particulière. En effet, ces deux modalités contribuent en partie à modifier la valeur des droits de propriété des actionnaires ainsi que la répartition des pouvoirs actionnarial et managérial à l'issue de l'opération. Elles constituent donc des points de discordance récurrents dans la préparation des opérations de fusion-absorption qui révèlent logiquement les conflits d'intérêts entre les différents acteurs (DeAngelo, 1990). En France, les cas de contestation de parité d'échange lors de fusions-absorptions ont particulièrement été fréquents depuis les années 1990. Une revue d'articles publiés dans la presse financière (Les Echos) depuis 1991 a été opérée. Il ressort que depuis 1988, 20 opérations²⁰ au moins ont donné lieu à des contestations de la part d'actionnaires (généralement minoritaires) mécontents. Compte tenu de ces enjeux, les fusions-absorptions sont fortement encadrées par un ensemble de contraintes juridiques de procédure, de forme et d'informations au public concerné.

La présente section recense les différentes étapes du processus de rapprochement, de son initiation à sa conclusion (§1). Un accent est tout spécialement mis sur l'importance de la définition des modalités financières de l'opération. Cette section explique en outre comment la fixation de ces modalités s'opère et montre à quel point l'information comptable et financière y est déterminante (§2).

²⁰ Il s'agit des fusions de Bouygues/Trois Quartiers (1988), Accor/PLM/Sofitel (1992), OGF/CGSM (1993), Elf Sanofi/Yves Saint Laurent (1992), Hachette/Matra (1992), Cave de Roquefort/Louis Rigal (1993), Pinault Printemps - La Redoute (1994), Rosario/Meillor (1994), Crédit Foncier de France/SIF (1995), Mecadyne/Dynaction (1995), Aérospatial/Dassault (1996), LBC/Alsipi/CLAL (1996), Publicis/Publicis Communication (1996), Hoechst/Rhône-Poulenc (1999), Unibail/CNIT (2000), Jet Multimédia/Europe Explorer (2000), Eurazeo/Rue Impériale (2003), Axa/Finaxa (2005), Arcelor Mittal/Arcelor (2007) et Gaz de France/Suez (2008).

1. Déroulement de la fusion-absorption : parité et valeurs d'apport au cœur des préoccupations des dirigeants et des actionnaires

Le processus de fusion s'organise généralement en 4 grandes phases plus ou moins réglementées : la période de négociation (§1.1), la formalisation du projet (§1.2), la soumission du projet (§1.3) ainsi que l'information légale obligatoire (§1.4).

1.1. Négociation préalable à l'opération

La phase de négociation préalable à l'opération est naturellement la phase la plus secrète et la moins formalisée du processus de fusion. Initiée généralement par des prises de contact informelles entre les équipes dirigeantes, elle fait très souvent l'objet, lorsqu'une des sociétés est cotée, d'un communiqué indiquant la volonté de rapprochement des sociétés. Cette première phase doit permettre d'aboutir à une présentation générale du projet de fusion. Les équipes dirigeantes vont en effet se concerter et tenter ensemble de définir les grands principes du projet de fusion et ainsi s'entendre sur une vision commune du nouvel ensemble. Elles doivent notamment s'assurer de la pertinence stratégique de la fusion projetée pour chacune des sociétés participantes. Pour cela, des études et audits réciproques (diagnostic commercial, évaluation de l'outil de production, audit social, analyse financière, etc.) peuvent être réalisés afin de mieux connaître les sociétés en présence. Cette phase de justification de l'intérêt de la fusion accomplie, les directions vont entamer des négociations pour arrêter les conditions pratiques de l'opération, parmi lesquelles figurent les modalités financières ainsi que la structure organisationnelle du nouvel ensemble à l'issue de l'opération (dont l'attribution des principaux postes d'administration et de direction).

La parité d'échange et les valeurs d'apport de la société absorbée constituent les deux principales modalités financières de l'opération. La parité d'échange représente le nombre d'actions de la société bénéficiaire des apports, auquel donnent droit une ou plusieurs actions de la société apporteuse. Il s'agit d'un paramètre *ex ante* qui constitue le prix de l'opération (un coût pour les actionnaires de l'absorbante et une rémunération pour les actionnaires de l'absorbée). La parité d'échange permet en outre de calculer le nombre total d'actions que va devoir émettre la société absorbante en contrepartie des apports reçus. Elle revêt une importance fondamentale puisqu'elle fixe la contribution aux bénéfices et aux prises de décision des actionnaires des sociétés participantes au sein du nouvel ensemble. Elle détermine ainsi le caractère équitable d'une opération.

Concernant les valeurs d'apport, elles correspondent aux valeurs d'entrée des biens apportés par l'absorbée à l'absorbante. Il s'agit là de paramètres *ex post* qui ne sont pas nécessairement liés au prix payé (autrement dit aux valeurs retenues pour le calcul de la parité). Ces valeurs constituent les montants de référence pour l'inscription en comptabilité des actifs et passifs apportés dans le cadre de l'opération. Elles serviront de base à la comptabilisation de la fusion avec l'augmentation corrélative des fonds propres qui doit s'en suivre chez la société absorbante. Ces valeurs d'apport sont donc déterminantes de la valeur patrimoniale de l'ensemble fusionné *post* opération. L'augmentation de capital se faisant naturellement à la valeur nominale des titres de la société absorbante, les valeurs d'apport influencent directement le niveau de la prime de fusion²¹. Elles influent en outre sur la capacité des résultats futurs du nouvel ensemble et donc sur sa capacité distributive. L'opération peut en effet impliquer une réévaluation comptable des éléments d'actif et passif apportés qui va conduire à modifier les bases amortissables du nouvel ensemble. Les valeurs d'apport vont enfin contribuer à modifier les bases imposables et les ratios financiers des entités regroupées.

Cette première phase de négociation se concrétise par la rédaction d'un projet de fusion (Art. L236-6 du Code de Commerce). Celui-ci est présenté ci-après.

1.2. Formalisation du projet

Le projet de fusion est le principal document retraçant les opérations financières et comptables engagées entre les sociétés dans la mesure où il retrace la réalité de l'opération aux plans économique et juridique. Son objectif est de matérialiser de manière formelle les éléments financiers et comptables de l'opération de fusion. Il s'agit à la fois d'un document contractuel et technique.

Son contenu est strictement réglementé par l'Article D-254 du Code de Commerce. Doivent ainsi figurer dans le projet :

- La forme, la dénomination ainsi que le siège social de toutes les sociétés participantes ;
- Les motifs, buts et les conditions de la fusion ;
- La désignation et l'évaluation de l'actif et passif dont la transmission aux sociétés absorbantes est prévue ;

²¹ La prime de fusion correspond à la différence entre la situation nette comptable (réévaluée) de l'absorbée et le montant nominal de l'augmentation de capital effectuée chez l'absorbante. La prime permet de révéler les plus ou moins values latentes de la société absorbée au moment de l'entrée dans le périmètre du nouvel ensemble.

- Les modalités de remise des actions, la date à partir de laquelle ces actions donnent droit aux bénéficiaires, ainsi que toute modalité particulière relative à ce droit, et la date à partir de laquelle les opérations de la société absorbée seront, du point de vue comptable, considérées comme accomplies par la société bénéficiaire des apports ;
- Les dates auxquelles ont été arrêtés les comptes des sociétés intéressées utilisées pour établir les conditions de l'opération ;
- Le rapport d'échange des droits sociaux et le cas échéant le montant de la soulte ;
- Le montant prévu de la prime de fusion ;
- Les droits accordés aux associés ayant des droits spéciaux et aux porteurs de titres autres que des actions ainsi que, le cas échéant, tous avantages particuliers.

Le projet de fusion rédigé, il est soumis à l'approbation des conseils d'administration de chacune des sociétés qui sont alors en charge de rédiger un rapport devant expliquer et justifier le projet de manière détaillée et notamment la détermination du rapport d'échange (Article D-256 du Code de Commerce). Ces conseils décident ensuite de convoquer leurs assemblées générales extraordinaires (AGE) respectives.

1.3. Soumission du projet

Afin que les actionnaires puissent correctement se prononcer lors des AGE, la législation impose une procédure précise de publicité du projet. En effet, celui-ci doit faire l'objet au moins 1 mois avant la convocation des actionnaires d'un dépôt aux greffes des Tribunaux de Commerce de chacune des sociétés, d'une insertion d'un avis dans un Journal d'Annonces Légales, voire d'une insertion d'un avis au Bulletin d'Annonces Légales Obligatoires (BALO) lorsqu'une des sociétés au moins est cotée.

Le projet doit également être transféré aux comités d'entreprise, qui pourront éventuellement formuler des observations lors de l'AGE, puis soumis à l'avis d'un commissaire à la fusion. Ce dernier est désigné par ordonnance du président du Tribunal de Commerce statuant sur requête des dirigeants des sociétés concernées (Article L236-10 du Code de Commerce)²². Sa mission, depuis la loi n° 94-126 du 11 février 1994, consiste à

²² La directive 2007-63-CE du 13 novembre 2007 (modifiant la directive 2005-855-CEE), retranscrite dans le droit français par la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008, autorise depuis peu une dispense d'examen du projet de fusion par un commissaire à la fusion si tous les associés de chacune des sociétés participant à l'opération le décident. L'AMF n'ayant par ailleurs pas imposé l'expertise indépendante au cas des fusions, cette nouvelle législation devrait laisser une marge de négociation plus importante aux différentes parties.

rédiger deux rapports écrits distincts²³ sur les modalités financières de l'opération. Dans un premier temps, il vérifie que les valeurs attribuées aux titres des sociétés sont pertinentes, ceci en s'assurant de la diversité des méthodes d'évaluation utilisées et de l'adéquation de ces approches au secteur d'activité et aux engagements contractuels desdites sociétés (Degos, 1995) puis que le rapport d'échange est équitable. Dans un second temps, il vérifie la valeur des apports en nature et atteste que le montant de l'actif net apporté par la société absorbée est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante. Cette double mission tend toutefois à évoluer. En effet, le rapport Naulot (2005), s'il distingue bien les missions de commissariat à la fusion (le commissaire apprécie et vérifie l'évaluation fournie par les sociétés participantes) et d'expertise indépendante (l'expert procède à sa propre évaluation de la société cible en utilisant toute les techniques usuelles), suggère explicitement que les recommandations formulées dans le rapport en matière d'expertise indépendante (autrement dit d'évaluation complète) devraient être suivies par les commissaires à la fusion. Dans cette logique, le rôle d'évaluateur du commissaire à la fusion devrait être renforcé.

Toujours dans le même objectif, assurer la prise de décision en pleine connaissance de cause des actionnaires, le Code de Commerce (Article D-258) impose que soient mis à leur disposition au siège social de leur société le projet de fusion, les documents comptables²⁴, le rapport du conseil d'administration et les rapports du commissaire à la fusion.

Enfin et lorsqu'une des sociétés est cotée, une communication de ces documents (suivant le schéma E²⁵ - cf. annexe 2) doit également être transmise à l'Autorité des Marchés Financiers afin qu'elle atteste que l'information transmise correspond aux exigences des marchés réglementés pour l'émission d'actions nouvelles.

La décision effective de fusionner incombe dès lors aux assemblées générales extraordinaires de chacune des sociétés participantes, les actionnaires statuant aux conditions prévues pour la modification des statuts, soit à la majorité des 2/3 des droits de vote. Pour la société apporteuse, la décision implique la dissolution anticipée de la société

²³ Les contrôles à effectuer par le commissaire à la fusion pour l'établissement de ses rapports sont précisés par la norme CNCC n°42 pour le commissariat à la fusion et n°41 pour le commissariat aux apports.

²⁴ Il s'agit des comptes annuels et rapports de gestion des trois derniers exercices ainsi qu'un état comptable intermédiaire si les derniers comptes annuels se rapportent à un exercice dont la clôture est antérieure de plus de 6 mois à la date du projet (Art. D. 258-3° et 258-4° du Code de Commerce).

²⁵ Instruction de la COB de décembre 2001 prise en application du règlement 98-01 relatif à « l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée ».

alors que pour la société bénéficiaire, elle implique l'augmentation du capital résultant des apports. Il en résulte dès lors des formalités d'information qui sont exposées en suivant.

1.4. Formalités d'information légale

L'information légale obligatoire concerne à la fois la société absorbée et la société absorbante. La première doit en effet procéder à l'insertion d'un avis de dissolution dans un Journal d'Annonces Légales, au dépôt des documents et procès-verbaux attestant de la dissolution sans liquidation au Greffe du Tribunal de Commerce et demander une inscription nominative au Registre du Commerce et des Sociétés de la radiation. La seconde doit quant à elle procéder à l'insertion d'un avis d'augmentation de capital dans un Journal d'Annonces Légales ainsi qu'au dépôt des documents et procès-verbaux attestant de l'augmentation de capital au Greffe du Tribunal de Commerce²⁶. Une fois toutes ces démarches réalisées, la fusion est effective.

Au regard des paragraphes précédents, il ressort incontestablement que la parité d'échange et les valeurs d'apport sont l'objet de toutes les attentions. Leurs effets tant sur la valeur des droits de propriété que sur la répartition des pouvoirs à l'issue de l'opération sont sources de conflits potentiels, elles mobilisent donc l'attention de plusieurs acteurs. Initialement négociées et proposées par les équipes dirigeantes, elles requièrent l'approbation des conseils d'administration, la communication aux représentants des salariés, le contrôle de commissaires à la fusion puis enfin l'approbation des actionnaires. Elles sont l'objet de plusieurs rapports (des conseils d'administration et des commissaires à la fusion) et suivent une procédure de publicité stricte. Pourtant, force est de constater la récurrence des conflits liés au caractère inéquitable de la parité. Cette situation, si elle souligne l'insuffisance du dispositif actuel et contribue fortement aux évolutions récentes normatives et législatives initiées depuis 2004, tant sur le mode de détermination de ces deux modalités (Règlement CRC 2004-01, Rapport Naulot, 2005) que sur leur contrôle par les commissaires à la fusion (Rapport Naulot, 2005 ; Loi n°2008-649), justifie à présent que nous étudions plus en détail leur mode de détermination.

²⁶ Les deux sociétés doivent en outre depuis la loi du 5 janvier 1988 déposer au Greffe du Tribunal de Commerce une déclaration de conformité relatant tous les actes effectués et attestant que l'opération a été réalisée en conformité avec la loi et les règlements. Celle-ci doit être accompagnée d'une insertion au Bulletin Officiel d'Annonces Civiles et Commerciales (BODACC).

2. Rôle prépondérant de l'information comptable dans la fixation des modalités financières de l'opération

Déterminer les valeurs d'apport et la parité d'échange relève de deux démarches bien distinctes, l'une consistant à attribuer une valeur aux éléments transmis conformément aux principes comptables et l'autre consistant à établir une rémunération la plus équitable possible. Les valeurs portées au projet de fusion peuvent donc être différentes de celles retenues pour la détermination de la parité d'échange, chacune étant fixée selon une procédure propre (§2.1). Toutefois, qu'il s'agisse des valeurs d'apport ou de la parité d'échange, leur détermination repose en partie sur des éléments comptables (§2.2).

2.1. La fixation des modalités financières

2.1.1. Valeurs d'apport

La réglementation est longtemps restée muette quant à la détermination des valeurs d'apport. En effet, le plan comptable renvoyait à l'acte d'apport, ce qui laissait toute liberté aux parties. Il fallait alors se référer aux recommandations de l'Ordre des Experts Comptables²⁷ selon lesquelles le patrimoine transféré devait être enregistré à la valeur comptable lorsque l'opération s'apparentait à une restructuration interne ou à une association d'intérêts et à la valeur globale (ou réelle) dans le cas d'une prise de contrôle. Ne s'agissant que de recommandations, les équipes dirigeantes disposaient d'une liberté relativement importante quant à la détermination des valeurs apports. Les pratiques pouvaient donc varier d'une fusion à l'autre.

Cette liberté a considérablement été réduite depuis mai 2004 puisque le règlement CRC 2004-01²⁸ impose désormais le mode de comptabilisation des apports. Plusieurs cas sont prévus par le règlement. Premièrement, la situation de contrôle est établie entre la société initiatrice et la société cible, l'opération est assimilée à un réaménagement de patrimoines au sein d'une même structure. L'ensemble des actifs et passifs apportés n'a pas à être réévalué de sorte à traduire la continuité des bilans. Les valeurs de référence sont dans ce premier cas les valeurs comptables. Deuxièmement, la situation de contrôle n'est pas établie, l'opération correspond à une prise de contrôle et marque véritablement la substitution des personnalités titulaires des droits sur le patrimoine transféré. Dans cette

²⁷ Recommandation 1.14 de l'Ordre des Experts Comptables de novembre 1983 sur la « présentation comptable des opérations de regroupement ».

²⁸ Règlement CRC 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au « traitement comptable des fusions et opérations assimilées ».

situation, deux cas sont possibles : (1) La société absorbante est l’initiatrice, les apports de l’absorbée sont enregistrés à leur coût d’acquisition²⁹ à partir d’une évaluation globale appréciée en fonction du marché et de l’utilité du patrimoine reçu pour la société absorbante. Les valeurs de référence sont les valeurs réelles des différents actifs et passifs apportés. (2) La société absorbante est la cible de l’opération. Dans ce cas, les actifs et passifs de la société cible (absorbante) objets de la prise de contrôle ne figurent pas dans le traité d’apport (seuls figurent ceux de l’initiatrice absorbée). Le transfert des apports de l’absorbée au sein du patrimoine de l’absorbante s’opère logiquement à la valeur comptable. Le tableau n°1.3 ci-après reprend les différentes situations.

Tableau n°1.3 : Mode de comptabilisation des apports
Selon le règlement CRC 2004-01

Situation de contrôle Sens de l’opération	Valorisation des apports	
	Valeur comptable	Valeur réelle
Opérations impliquant des sociétés sous contrôle commun		
Opérations à l’endroit	*	
Opérations à l’envers	*	
Opérations impliquant des sociétés sous contrôle distinct		
Opérations à l’endroit		*
Opérations à l’envers	*	

Source : Règlement CRC 2004-01

2.1.2. Parité d’échange

La loi française sur les sociétés commerciales reste silencieuse quant au processus de détermination de la parité d’échange. L’article D-254 du Code de Commerce précise seulement que « le rapport d’échange des droits sociaux » et son mode d’établissement doivent figurer obligatoirement dans le projet de fusion. Aucune règle légale ne vient donc imposer le mode de détermination de la parité d’échange.

Plusieurs recommandations ont néanmoins été formulées dont celles de la COB (1977) qui posent les principes directeurs de l’obtention du ratio d’échange puis celles des rapports Lepetit (1996) et Naulot (2005) qui portent respectivement sur la protection des actionnaires minoritaires et sur l’évaluation financière indépendante à l’occasion des fusions. Selon ces recommandations, la parité d’échange ne peut être que le résultat d’un compromis résultant de négociations entre les représentants des sociétés intéressées. Elle s’obtient par confrontation des valeurs relatives des sociétés participantes à l’opération,

²⁹ Suivant le Code de Commerce (Article L.123-18), les biens acquis à titre onéreux sont enregistrés à leur coût d’acquisition. Il importe donc peu que la contrepartie soit une augmentation de capital.

lesquelles sont normalement déterminées de manière objective d'un point de vue économique, humain et financier de sorte à représenter les intérêts des différentes catégories d'actionnaires.

La COB préconise une méthodologie pour la détermination et la justification de la parité d'échange. Elle suggère une approche multicritères consistant à examiner et apprécier le prix proposé au regard de plusieurs critères d'évaluation. Selon elle, le cumul des critères répond au souci d'éviter que l'initiatrice se réfère à un seul critère, celui qui dégage une valeur justifiant son prix, et omettre les autres qui dégageraient des valeurs supérieures. Il vise à obtenir une fourchette de valorisations relatives à l'intérieur de laquelle la parité finale est négociée puis fixée sans que le nombre de critères par opération ne soit excessif et de nature à compliquer inutilement le calcul du ratio et son appréciation par les actionnaires. La parité doit en outre résulter de la confrontation de critères appropriés au regard de la nature économique de l'opération et de l'usage que les parties entendent faire des biens apportés, de leur caractère significatif, pertinent et non redondant, c'est à dire fournissant des approches différentes des valeurs relatives. Dans ce sens, le rapport Naulot (2005) recommande d'examiner les méthodes prises dans chacune des familles de méthodes d'évaluation et de confondre les résultats obtenus avec les références disponibles³⁰.

En pratique, certains critères sont pourtant parfois privilégiés au profit d'autres. En effet, malgré la présomption de légitimité du critère du cours de bourse pour apprécier la valeur d'une entreprise, celui-ci peut être écarté lorsque la période de référence est trop courte, lorsque les titres de la société acquise sont peu liquides ou bien encore en cas de dépressions boursières. Le critère du dividende n'est quant à lui pas approprié lorsque les sociétés considérées sont en croissance alors qu'il est tout à fait pertinent dans le cadre d'une fusion entre une société mère et sa fille, dont la distribution de dividendes est élevée et fréquente. Les critères de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué peuvent eux être privilégiés lorsque les apports visent à être conservés durablement ou lorsqu'ils s'avèrent plus protecteurs des intérêts des minoritaires. Ils constituent avec la méthode des DCF une référence forte lorsque la société cible est déjà contrôlée par la société initiatrice préalablement à l'opération.

³⁰ Le rapport Naulot distingue pour la première fois en 2005 les méthodes dites d'évaluation composées des deux familles de méthodes analogique et intrinsèque (la première comprend les méthodes des sociétés et des transactions comparables alors que la seconde comprend notamment la méthode des flux de trésorerie futurs actualisés (DCF)) des références d'évaluation que sont les valeurs comptables avec notamment l'actif net comptable (ANC) et l'actif net réévalué (ANR), le cours, les transactions récentes et les cours-cibles.

Les recommandations précisent enfin que l'approche multicritères peut conduire à appliquer des critères différents aux sociétés en cause à chaque fois que la garantie du caractère équitable de l'opération l'exige ou lorsque les activités économiques des sociétés en question divergent.

Finalement, une difficulté liée à la pratique de cette approche est qu'elle n'est pas uniforme d'une transaction à l'autre. Malgré l'exigence d'apporter des arguments précis justifiant les décisions prises, des disparités considérables, à l'origine des contestations, peuvent donc exister. Ces contestations portent naturellement sur le choix des différents critères d'évaluation utilisés, sur l'importance relative accordée à certains critères ou bien encore sur la comparaison qui en est faite. C'est dans ce contexte que nous nous intéressons à la place de l'information comptable dans la fixation de la parité.

2.2. Le rôle prépondérant de l'information comptable

La comptabilité est traditionnellement perçue comme un système de représentation³¹ de la situation économique de l'entreprise impari d'une double utilité informationnelle, à la fois contractuelle et prédictive (Dumontier et Raffournier, 1989 ; Martinez, 1994). Elle constitue d'une part un moyen de veiller au respect des relations contractuelles entre l'entreprise et les différentes parties prenantes (Martinez, 2004) en assurant la fourniture d'informations indispensables à la régulation, à la coordination et au contrôle des contrats internes et externes à l'entreprise (Antheaume et Charreaux, 2001). Elle constitue d'autre part une source privilégiée d'informations nécessaires au processus décisionnel des investisseurs en leur apportant une mesure de la performance de l'entreprise, et en leur permettant ainsi d'apprécier sa valeur (Amadiou et Dumontier, 2001) et de formuler des anticipations sur ses perspectives de rentabilité à venir (Casta, 2000a).

Dans le contexte des fusions-acquisitions françaises, plusieurs travaux académiques (Erhel, 1980 ; Trébucq, 2000 ; D'Engremont et al. 1997 ; Thauvron, 2000a, 2000b ; Bellier-Delienne et Bour, 2007) et professionnels (Etude Evysem, 2005³² ; Etude Constantin,

³¹ Selon Colasse (2007, p.103-106), la comptabilité dans les grandes entreprises modernes est « tout à la fois un système d'information, un instrument de modélisation et une pratique sociale et organisationnelle ». C'est « un ensemble relativement homogène d'activités sociales et organisationnelles ayant pour objet la représentation de l'entreprise dans sa globalité et la mesure sous le nom de bénéfice de profit qu'elle réalise, la comptabilité a pour contrainte de produire un ensemble de documents qui apparaissent fiables à leurs utilisateurs[...]Cet ensemble d'activités inclut en amont des activités de normalisation et en aval des activités d'audit ». Elle est la technique qui permet de « voir », « surveiller » et « gouverner » l'entreprise.

³² Etude du Cabinet Evysem intitulée « Etude comparative sur les méthodes d'évaluation utilisées par les banques conseils lors des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire réalisées en 2003 et en 1994 », annexe 5 du Rapport J.M. Naulot, 2005.

2005³³) ont tenté d'identifier les critères qui ont servi de référence à la détermination de la parité d'échange. Ces différentes études tendent à montrer que les données comptables jouent un rôle prépondérant dans la détermination de la parité d'échange.

Seules deux études, à notre connaissance, ont été consacrées aux critères de parité dans les opérations de fusion-absorption. La première est attribuée à Erhel (1980) qui analyse un échantillon composé de 42 opérations de fusion-absorption réalisées en France entre 1970 et 1977. L'auteur identifie quatre grandes catégories recouvrant l'essentiel des critères mis en œuvre sur la période d'étude. Ce sont les valeurs patrimoniales avec principalement l'ANR, les rentabilités avec notamment les bénéfiques et les marges brutes d'autofinancement (MBA) puis les cours boursiers et les dividendes. L'auteur souligne l'importance particulière accordée à l'ANR et au cours de bourse. En effet, les fréquences d'apparition dans les traités de fusion de ces deux critères révèlent qu'ils sont respectivement utilisés dans 93% et 91% des opérations observées alors que les bénéfiques, les MBA et les dividendes sont eux mentionnés seulement dans 74%, 53% et 42% des dites opérations. L'auteur, en s'inspirant des travaux de Dellenbarger (1966)³⁴ aux Etats-Unis, teste un modèle de régression multiple avec pour variable endogène la parité d'échange et pour variables exogènes les rapports obtenus selon les principaux critères. Il conclue que les deux critères de l'ANR et du cours de bourse sont les plus explicatifs de la parité d'échange retenue. Ces critères sont donc non seulement les plus récurrents mais aussi les plus déterminants de la parité d'échange.

Plus récemment, Trébucq (2000) étudie 79 opérations de fusion-absorption réalisées sur le marché français au cours de la période de 1992-1996. Ses résultats sont semblables à ceux d'Erhel (1980) puisque les critères de l'ANR, des bénéfiques et des cours boursiers sont les plus fréquemment employés, soit dans 73%, 71% et 60% des opérations étudiées. Quant aux critères des MBA, des dividendes et de l'ANC, ils interviennent respectivement dans 47%, 45% et 30% des dites opérations. Il conclut que le marché français privilégie non seulement l'ANR mais aussi plus récemment le critère des bénéfiques et constate l'absence d'utilisation des critères fondés sur des données prévisionnelles. L'auteur procède ensuite à

³³ Etude du Cabinet Constantin et Associés intitulée « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'offres publiques », Mai 2005.

³⁴ L'auteur étudie 50 fusions entre 1950 et 1957 opérées entre sociétés cotées au NYSE. Elle tente d'expliquer la parité finale en fonction de données financières qu'elle collecte ou calcule elle-même, à savoir le bénéfice par action de l'année précédant l'opération, le bénéfice par action moyen pour les 5 années précédant l'opération, le cours de bourse moyen pour le trimestre précédant l'opération, l'actif net comptable par action et le dernier dividende distribué. Ces données même si elles n'ont pas nécessairement été utilisées pour déterminer la parité, montrent que le critère de cours de bourse et les dividendes auraient permis d'obtenir les parités les plus proches de celle en réalité fixée alors que celle de l'actif net comptable aurait été la plus éloignée.

une analyse des correspondances afin d'observer l'utilisation conjointe des principaux critères. Cette étude fait essentiellement apparaître une utilisation alternative des critères du cours de bourse et de l'ANR avec une utilisation conjointe du cours, des dividendes et dans une moindre mesure des bénéfices. Enfin, Trébucq (2000) confirme les résultats obtenus par Erhel 20 ans plus tôt mais en adoptant une méthodologie complètement différente. Grâce à un modèle d'équations structurelles lui permettant de pallier le problème de multicollinéarité³⁵ entre les ratios d'échange obtenus selon les différents critères, il montre que les parités estimées selon l'ANR et les cours boursiers sont statistiquement les plus proches de la parité finalement retenue. Autrement dit, ces deux critères sont là encore les plus explicatifs de la parité d'échange.

D'autres recherches se sont consacrées aux méthodes d'évaluation utilisées pour fixer le prix d'opérations d'acquisition. Parmi les recherches académiques, celle de Thauvron (1998, 2000a) dans le contexte français porte sur 207 sociétés cibles d'offres publiques réalisées entre 1993 et 1996. L'auteur observe que le nombre de méthodes utilisées par opération est relativement faible (entre 2 et 3). En scindant son échantillon par type d'opération (OPA, OPA simplifiée, garantie de cours, OPR et OPR-RO), il obtient en outre que les méthodes patrimoniales (l'ANC et l'ANR) ainsi que la référence au cours de bourse sont très largement employées. Les deux premiers sont ainsi utilisés respectivement dans près de 70% et 50% des opérations. Le second est quant à lui presque toujours mobilisé (dans plus de 90% des opérations). A l'inverse, les méthodes des DCF et des comparables (comparables boursiers ou transactions comparables) ne sont que très rarement employées puisqu'à l'exception des OPR-RO où elles interviennent entre 21 et 56% des opérations, la référence à ces méthodes dans le reste des offres publiques ne s'élève qu'au maximum à 14%.

D'engremont et al. (1997) se concentrent justement sur ce dernier type d'opérations. Leur échantillon est composé de 157 OPR-RO intervenues entre 1994 et 1997. Ils montrent ainsi que les principales méthodes d'évaluation sont respectivement l'ANR (66% des cas), les comparables boursiers (53%), les DCF (50%) et le cours de bourse (44%).

En procédant à une analyse des corrélations et à des analyses de régression simple entre les évaluations et le prix proposé, Thauvron (1998 ; 2000a) rejoint les conclusions formulées par ses prédécesseurs dans le contexte des fusions. Il obtient des coefficients de corrélation et des R^2 ajustés extrêmement élevés pour l'ensemble des critères et considère que les

³⁵ Erhel (1980) observait déjà une forte corrélation des variables explicatives de son modèle de régression multiple et notamment une corrélation importante entre les parités estimées selon le cours de bourse et l'ensemble des autres critères.

valeurs patrimoniales constituent un passage obligé pour toute évaluation, même si parmi elles, l'ANC présente en moyenne un caractère explicatif du prix plus faible (62%) que les autres critères (entre 83% et 98%).

Bellier-Delienne et Bour (2007) étudient quant à elles un échantillon de 98 sociétés cibles d'OPA intervenues sur le marché français entre 2000 et 2004. Les auteurs constatent que la place des méthodes patrimoniales diminue au cours de la période d'étude au profit d'autres méthodes telles que les comparables boursiers, les transactions comparables et les DCF. Elles demeurent toutefois des valeurs de référence puisqu'elles sont en moyenne sur la période d'étude utilisées dans plus de 65% des opérations. Elles procèdent à deux analyses factorielles des correspondances et concluent à l'utilisation simultanée soit des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables soit à celle des méthodes de l'ANC et des résultats. Elles montrent en outre des corrélations significatives entre certains secteurs d'activité et les méthodes patrimoniales. C'est le cas des secteurs de la banque et des institutions financières, des autres biens d'équipement, de l'immobilier ainsi que les holdings industriels.

Deux autres études ont été lancées par des cabinets professionnels. Concernant l'étude du cabinet d'analyse financière et d'évaluation Evysem (2005), celle-ci se concentre sur les OPR-RO et porte sur 35 opérations réalisées au cours de l'année 2003. Ses résultats sont proches de ceux obtenus par Bellier-Delienne et Bour (2007) pour les OPA dans la mesure où ils mettent en lumière la référence grandissante aux méthodes des multiples et des DCF, ceci aux dépens des méthodes patrimoniales qui restent pour autant incontournables. Utilisés à eux deux dans 77% des opérations en 1994, l'ANR et l'ANC sont encore employés dans 50% et 15% des opérations de retrait obligatoire en 2003.

L'étude du cabinet Constantin (2005), réalisée sur 100 offres publiques françaises intervenues entre 2001 et 2004, conforte à nouveau ces résultats en mettant en exergue la récurrence des critères des DCF (81%), des comparables boursiers (71%), du cours de bourse (67%) et de l'ANR (37%) et en montrant le caractère déterminant de la référence aux transactions antérieures (29%), des DCF (31%) et de l'ANR (17%) dans la fixation du prix des opérations. A l'inverse, les méthodes des comparables, des cours de bourse même s'ils sont fréquemment employés n'influencent pas véritablement le prix des opérations.

Conclusion de la section 3

L'objectif de cette section était double. Il a d'abord consisté à souligner le caractère central de la parité d'échange et des valeurs d'apport à partir de l'examen des différentes étapes du processus de fusion puis à mettre en lumière le caractère déterminant de l'information comptable dans la fixation de ces deux modalités.

A l'issue de cette section, il ressort que la parité d'échange et les valeurs d'apport sont prédominantes dans le processus de rapprochement pour trois raisons. Premièrement, elles sont au cœur des attentions de nombreux acteurs. Elles mobilisent l'intervention des dirigeants, des conseils d'administrations, des représentants des salariés, des commissaires à la fusion, des autorités boursières et des actionnaires. Elles font l'objet de plusieurs rapports et sont soumises à une publicité stricte. Deuxièmement, elles sont sources de contestations récurrentes (au moins une vingtaine ces deux dernières décennies), et ce malgré le dispositif encadrant leur détermination. Troisièmement, elles suscitent un intérêt croissant chez les normalisateurs comme en témoigne l'évolution récente de la réglementation comptable (règlement CRC 2004-01, directive 2007-63-CE) et des recommandations formulées par le rapport Naulot.

Si ces modalités sont au centre des préoccupations des différents acteurs, le caractère prépondérant des éléments comptables dans leur fixation semble en outre incontestable au regard de cette section. En effet, la comptabilité qui est généralement impartie d'une utilité contractuelle et prédictive, fournit dans le contexte des fusions-absorptions des éléments d'informations qui vont servir de référence pour la comparaison des sociétés en présence. Des travaux, certes anciens en témoignent en montrant le rôle déterminant des critères de l'ANR, des bénéfices et de l'ANC dans la fixation des parités d'échange des fusions-absorptions. Des études plus récentes portant exclusivement sur des acquisitions permettent quant à elles d'apprécier une évolution des pratiques en matière d'évaluation. Si celles-ci s'accordent pour dire que les approches comptables occupent une place moins importante que par le passé, elles concluent unanimement au caractère incontournable de ces méthodes pour les acquisitions.

CONCLUSION DU CHAPITRE 1

Notre objectif général dans ce chapitre était de poser le contexte de notre étude, les fusions-absorptions françaises. Après avoir défini économiquement et juridiquement ces opérations, le caractère original de ce contexte a été mis en avant tant par rapport aux autres modes de rapprochement qu'à leurs équivalents anglo-saxons. Qu'ils s'agissent de restructurations ou de prises de contrôle, la spécificité des fusions-absorptions françaises réside dans le fait qu'elles conduisent non seulement à la confusion des patrimoines des sociétés participantes mais aussi à l'octroi d'actions aux actionnaires des sociétés absorbées avec incidemment une dilution éventuelle du capital et des droits de vote pour les actionnaires des sociétés absorbantes. S'y intéresser est d'autant plus justifié qu'il s'agit des opérations les plus importantes (en valeur) sur le marché français.

En nous appuyant ensuite sur la littérature relative aux justifications des fusions-acquisitions, le caractère pluriel et complexe des motivations prévalant au déclenchement des fusions-absorptions a été mis en évidence. Ces opérations, si elles sont principalement justifiées par l'amélioration de l'efficacité économique du nouvel ensemble peuvent aussi intervenir en raison de l'inefficience temporaire des marchés financiers ou de problèmes d'agence en conduisant alors à des transferts de richesses et/ou de pouvoirs entre les actionnaires des sociétés participantes ou entre les actionnaires et les dirigeants de ces mêmes sociétés. Les enjeux entourant ces opérations sont donc multiples et tels qu'ils révèlent les conflits d'intérêts qui peuvent exister entre ces différents acteurs. En présence d'asymétries d'informations, la question de la détermination des modalités financières occupe dès lors une place centrale dans le processus de regroupement pour les différents acteurs.

Points de discordance récurrents des fusions-absorptions, la parité d'échange et des valeurs d'apport sont logiquement au cœur du dispositif légal d'information des fusions-absorptions. Toutefois, compte tenu du caractère propre de chacune d'entre elles, le législateur n'a pu parvenir ou n'a pas souhaité édicter des règles impératives pour la fixation de la parité d'échange et laissant ainsi aux dirigeants la tâche de les négocier. Dans ces conditions, la comptabilité qui a généralement pour mission de fournir des informations nécessaires pour la gestion des relations contractuelles ou pour la formulation de prévisions joue un rôle prépondérant. La littérature révèle en outre que dans la pratique les critères comptables sont régulièrement utilisés et déterminants des parités d'échange.

Le contexte de déclenchement et de mise en œuvre des fusions-absorptions étant posé, il est aisé de comprendre la tentation des dirigeants, producteurs et diffuseurs d'informations comptables et financières, d'exercer leur discrétion dans le processus de fixation des modalités financières de l'opération afin de satisfaire leurs intérêts personnels ou ceux de leurs actionnaires. Le chapitre suivant vise par conséquent à fournir un cadre théorique et un modèle explicatif de la politique comptable des dirigeants dans le contexte particulier des fusions-absorptions.

CHAPITRE 2 – UNE POLITIQUE COMPTABLE SPECIFIQUE POUR UN CONTEXTE SPECIFIQUE

INTRODUCTION DU CHAPITRE 2

Le thème de la politique comptable des dirigeants connaît depuis plusieurs années un engouement certain tant dans les médias que dans le monde académique. Si la multiplication des scandales financiers au début des années 2000 (Enron, Worldcom, Parmalat, France Telecom, Vivendi Universal, etc.) a fortement contribué à renforcer cet intérêt, elle a également participé à la mise en lumière du manque de transparence entourant le monde des affaires et de l'opportunisme des dirigeants en matière de politique comptable. Les travaux scientifiques qui traitent des pratiques comptables des dirigeants s'inscrivent la plupart du temps dans le cadre de la théorie politico-contractuelle ainsi que ses prolongements. Ce cadre d'analyse fournit un certain nombre d'explications aux choix comptables et financiers des dirigeants en se fondant sur les incitations et contraintes liées aux conflits d'intérêts inhérents aux relations contractuelles des dirigeants avec les actionnaires et les créanciers puis aux relations de l'entreprise avec son environnement politique.

Si dans le cadre de l'activité courante de l'entreprise, les dirigeants sont déjà incités à adopter une politique comptable modifiant la perception des partenaires de la firme, l'avènement de circonstances particulières telles que les opérations de fusion-absorption peut amplifier cette incitation. En effet, lors des fusions-absorptions, les conflits d'intérêts sont renforcés par les motivations économiques, financières et/ou personnelles des dirigeants prévalant au déclenchement de l'opération, ainsi que par la mise en place de ses modalités financières influant directement sur la richesse des dirigeants ou celle de leurs actionnaires. En effet, ces modalités modifient la valeur des droits de propriété des actionnaires ainsi que la répartition des pouvoirs actionnarial et managérial. Les chiffres comptables servant de référence aux partenaires pour apprécier les modalités financières retenues, les dirigeants des sociétés participantes en présence d'asymétries informationnelles devraient être davantage incités à adopter une politique comptable modifiant la valeur de leur entreprise. C'est notamment le cas des dirigeants des sociétés

absorbantes³⁶ qui peuvent par le biais de leur politique comptable tenter d'influencer la fixation de la parité d'échange³⁷.

L'objectif de ce chapitre est d'aboutir à la construction d'un modèle explicatif des comportements comptables des dirigeants des sociétés absorbantes dans les fusions françaises. Ce chapitre est composé de trois sections. La compréhension du comportement des dirigeants requiert au préalable une description du cadre théorique général de la politique comptable des dirigeants. La première section vise donc à présenter le cadre explicatif traditionnel de la théorie politico-contractuelle ainsi que ses prolongements (section 1). A notre connaissance aucune recherche ne s'est intéressée à la politique comptable des dirigeants dans les opérations de fusion-absorption. L'objectif de la seconde section consiste par conséquent à constituer une revue des études relatives aux comportements comptables des dirigeants dans les contextes voisins des fusions-absorptions. Cette phase doit nous permettre de mieux appréhender les motivations des pratiques comptables des dirigeants des sociétés absorbantes (section 2). La troisième section vise enfin à fournir un cadre explicatif des choix comptables et financiers des dirigeants spécifique aux fusions-absorptions. Elle s'appuie pour cela sur les explications fournies par la TPC, ses prolongements ainsi que sur les travaux réalisés dans les contextes proches des fusions. Ainsi, après avoir recensé les instruments de politique comptable spécifiques aux opérations de fusion-absorption, les hypothèses de la recherche relatives à l'existence et aux déterminants de la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes sont formulées (section 3).

³⁶ Seules ces sociétés font l'objet de notre recherche.

³⁷ Nous nous concentrons uniquement sur cette seconde modalité financière. En effet, si les valeurs d'apport influent sur la richesse de l'ensemble des actionnaires de la nouvelle entité, leur modulation relève aujourd'hui presque exclusivement de la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbées. En France depuis 2004, le choix du mode de comptabilisation étant imposé par le règlement CRC 2004-01, les dirigeants des sociétés absorbantes ne disposent plus vraiment d'une marge de liberté quant à l'enregistrement de ces valeurs. Seul le choix du sens de l'opération peut encore éventuellement permettre de modifier la valeur patrimoniale de l'ensemble fusionné dans les cas de prise de contrôle ainsi que les bases imposables par le biais de l'intégration des reports déficitaires des absorbantes. A l'inverse, la liberté d'action des dirigeants des sociétés absorbantes pour fixer la parité d'échange reste relativement conséquente dans la mesure où la réglementation n'impose aucune règle impérative. Ainsi malgré les études relatives aux choix du mode de comptabilisation (par exemple Anderson et Louderback, 1975 ; Dunne, 1990 ; Robinson et Shane 1990 ; Aboody et al. 2000 ; Montier, 2001 ; Ayers et al. 2002), la question des valeurs d'apport semble depuis 2004 moins pertinente du point de vue de la société absorbante et justifie par conséquent notre intérêt pour la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes visant à influencer sur la parité d'échange.

SECTION 1 - LE CADRE THEORIQUE GENERAL DE LA THEORIE POLITICO-CONTRACTUELLE ET SES PROLONGEMENTS

La théorie politico-contractuelle (TPC), initiée par *Watts et Zimmerman (1978, 1986)*, s'inscrit dans le cadre de l'approche positive de la recherche comptable. L'approche positive, aussi appelée théorie positive de la comptabilité, marque une rupture avec l'approche normative dont l'objectif consiste à formuler un ensemble de grands principes permettant d'évaluer la pratique comptable actuelle, d'aider au développement de nouvelles règles et procédures et donc plus généralement d'encadrer et réguler la pratique comptable (*Colasse, 2000*). A l'inverse, la théorie positive tente d'apporter des éléments d'explication et de prédiction des pratiques comptables. A l'origine de cette conception, *Jensen (1976, p. 7)* qui en parlant d'une théorie positive de la comptabilité faisait référence à une théorie capable d'expliquer « pourquoi la comptabilité est ce qu'elle est, pourquoi les comptables font ce qu'ils font, et quels effets ces phénomènes ont sur les gens et sur l'allocation des ressources ».

Souvent confondues la théorie positive et la théorie politico-contractuelle sont néanmoins distinctes, la seconde n'étant qu'une branche particulière de la première (*Cormier, 2007, p. 439*). En effet, la théorie positive comprend plusieurs courants de recherche, dont l'un s'intéresse au contenu informationnel des données comptables en étudiant l'impact des informations comptables sur les marchés financiers et l'autre porte sur les déterminants contractuels, économiques et politiques des choix effectués par les préparateurs des comptes en matière de politique comptable. La TPC s'inscrit dans ce second courant de recherche. Elle propose donc d'expliquer et de prédire les comportements comptables des dirigeants (*Watts et Zimmerman ; 1978, 1986*) et emprunte pour cela ses fondements aux théories de l'agence et de la réglementation. Elle reconnaît trois motivations principales aux choix comptables des dirigeants : la rémunération des dirigeants, l'endettement et les coûts politiques supportés par l'entreprise (§1).

Cette théorie fait toutefois l'objet de nombreuses critiques et dépassements. En effet, si elle a incontestablement contribué au développement de la recherche en comptabilité, la divergence des résultats empiriques obtenus a largement contribué à sa remise en question (§2). Jugé trop réducteur, contingent au contexte américain et validé essentiellement dans les cas les plus extrêmes, le cadre d'analyse de la TPC a donc fait l'objet de plusieurs enrichissements. La prise en compte de la volonté des dirigeants d'atteindre certains seuils

de résultats dans la gestion courante de l'entreprise ainsi que l'existence de contraintes techniques et organisationnelles sont assurément venues renouveler et compléter le cadre traditionnel de la TPC (§3).

1. La Théorie Politico-Contractuelle

La TPC analyse les conflits d'intérêts résultant des relations contractuelles des dirigeants avec les différents partenaires de l'entreprise (§1.1) et des pressions exercées par l'environnement politique (§1.2) pour inférer les pratiques comptables des dirigeants. Ces deux aspects sont successivement développés.

1.1. Comptabilité et relations d'agence

La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) appréhende, nous l'avons vu, la firme comme un nœud de contrats passés entre différentes parties prenantes (notamment les actionnaires, les dirigeants, les créanciers) rationnelles et dont l'objectif est de maximiser leur propre fonction d'utilité. Reposant sur la délégation et sur des relations de mandat implicites ou explicites, la théorie postule alors l'existence de conflits d'intérêts et d'asymétries d'informations entre ces parties dont il résulte 3 types de coûts : les coûts de surveillance, les coûts de dédouanement ainsi que les coûts résiduels.

Dans ce cadre, la comptabilité occupe une place centrale puisqu'elle est au cœur des relations contractuelles. Elle participe non seulement à l'élaboration et au suivi de l'exécution des contrats mais aussi à la réduction des coûts d'agence qui sont liés aux conflits d'intérêts des dirigeants avec leurs actionnaires (§1.1.1) puis avec les créanciers de l'entreprise (§1.1.2).

1.1.1. Conflits d'intérêts des dirigeants et de leurs actionnaires

Dans la relation contractuelle actionnaires – dirigeants, les actionnaires délèguent leur pouvoir de gestion aux dirigeants tout en conservant leur droit sur les bénéfices. Pour Jensen et Meckling (1976, p.12), les comportements des dirigeants dans cette relation dépendent de la proportion de capital qu'ils détiennent. En effet, les fruits de leur gestion revenant *in fine* aux actionnaires, les dirigeants lorsqu'ils ne possèdent pas une part majoritaire du capital, ont plus intérêt à s'approprier une partie des richesses de l'entreprise en prenant des mesures les favorisant. Ils peuvent par exemple s'octroyer des avantages en nature, procéder à des investissements non rentables augmentant la taille de l'entreprise et

leur rémunération, qui viennent grever d'autant les performances de l'entreprise (Derhy, 1997a). Les intérêts de ces deux acteurs étant divergents, ils sont à l'origine de coûts d'agence et de transferts de richesses des actionnaires au profit des dirigeants.

Dans ces conditions et en présence d'asymétries d'informations, plusieurs mécanismes permettent aux actionnaires de limiter les comportements opportunistes des dirigeants. Il s'agit de mécanismes³⁸ soit de contrôle qui leur permettent de porter un jugement sur la qualité de gestion des dirigeants ou sur les efforts qu'ils ont accomplis, soit d'incitation qui leur permettent d'aligner les intérêts des dirigeants sur les leurs. L'insertion de clauses d'intéressement fondées sur les performances comptables de l'entreprise dans les contrats de rémunération des dirigeants en permettant d'améliorer les performances économiques et boursières de l'entreprise rapprochent ainsi les intérêts des actionnaires et des dirigeants (Brickley et al. 1985).

Pour Watts et Zimmerman (1978, 1986), l'existence de telles clauses inciteraient les dirigeants, qui disposent d'une marge de liberté dans la production de l'information comptable, à adopter des choix comptables améliorant les bénéfices et incidemment leur rémunération. Ils formulent donc « l'hypothèse de la rémunération » suivante :

Hypothèse de la rémunération : Les dirigeants des firmes dans lesquelles il existe un contrat d'intéressement choisissent des méthodes comptables qui accélèrent la constatation des bénéfices.

Plusieurs études ont tenté de vérifier cette hypothèse. Elles ont d'une part considéré l'existence ou non de clauses incitatives comme l'indexation de primes de rémunération aux performances comptables de l'entreprise (Hagerman et Zmijewski, 1979). D'autres ensuite sont allées plus loin et ont pris en compte le caractère non linéaire de ces clauses (Healy, 1985 ; McNichols et Wilson, 1988 ; Holthausen et al. 1995 ; Gaver et al. 1995 ; Guidry et al. 1999). En effet, Healy (1985) souligne que les clauses d'intéressement comprennent généralement des bornes inférieures en dessous desquelles les primes pour des dirigeants sont nulles ou très faibles et des bornes supérieures au-delà desquelles ces primes n'augmentent plus. Dans ces conditions, seuls les dirigeants dont les résultats se situeraient entre ces deux bornes seraient réellement incités à adopter des méthodes comptables améliorant le résultat. En dehors de ces bornes, les dirigeants chercheraient à diminuer le résultat pour pouvoir augmenter ceux des périodes subséquentes et ainsi

³⁸ La théorie du gouvernement d'entreprise (TGE) parle « d'un ensemble de mécanismes organisationnels et institutionnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire » (Charreaux, 1997).

maximiser leurs chances d'obtenir ultérieurement des bonis plus importants. Les résultats de McNichols et Wilson (1988) puis Guidry et al. (1999) soutiennent cette hypothèse. Ceux de Holthausen et al. (1995) ne les confirment que partiellement puisque qu'ils montrent un report des bénéfices lorsque la borne supérieure est dépassée et le mécanisme inverse lorsque la borne inférieure n'est pas atteinte. Quant aux résultats de Gaver et al. (1995), ils les contredisent. Selon eux, les dirigeants auraient tendance à augmenter les résultats lorsqu'ils sont en dessous des seuils minimums et à les diminuer lorsqu'ils sont au dessus. Dans l'ensemble, ces résultats, même s'ils ne valident pas entièrement l'hypothèse de Watts et Zimmerman, tendent à montrer l'influence des primes d'intéressement sur la politique comptable des dirigeants.

1.1.2. Conflits d'intérêts entre créanciers et dirigeants

Dans la relation contractuelle créanciers-dirigeants, les créanciers moyennant une rémunération octroient des fonds à l'entreprise qui vont être employés par les dirigeants pour financer les investissements. Si l'entreprise est sujette à un risque d'exploitation, les créanciers, dès lors qu'ils acceptent de lui accorder un prêt, s'accordent pour partager ce risque. Les conflits d'intérêts entre créanciers et dirigeants surviennent car une fois les fonds transmis, les créanciers ne sont plus en mesure d'en contrôler l'utilisation (Coulombe et Tondeur, 2001). Les dirigeants, mandatés par les actionnaires, peuvent en effet engager des actions augmentant le risque supporté par les créanciers et permettent ainsi aux actionnaires de s'approprier une partie de leurs richesses. Selon Jensen et Smith (2000), les dirigeants peuvent en substance (1) procéder à des distributions de dividendes excessives au lieu d'investir, (2) augmenter davantage le niveau d'endettement de l'entreprise, (3) entreprendre des investissements plus risqués ou (4) adopter une politique d'investissement sous-optimale. Dans ces conditions, l'adjonction de clauses limitatives³⁹ aux contrats d'endettement permet aux créanciers de limiter le pouvoir décisionnel des dirigeants et donc de se prémunir de toute tentative de transfert de richesses au profit d'actionnaires ou de nouveaux créanciers (Jensen et Meckling, 1976).

Pour Watts et Zimmerman (1978, 1986), la transgression de ces clauses peut s'avérer coûteuse tant pour les dirigeants (perte de réputation, d'emploi, etc.) que pour leur entreprise (mise en jeu de mécanismes de nantissement, placement sous le régime des

³⁹ Pour Tondeur (1996, p. 90), les clauses restrictives insérées dans les contrats d'endettement portent essentiellement sur des restrictions relatives à la disposition des actifs, à la distribution de dividendes, aux opérations de fusion-acquisition et à l'endettement nouveau. Ces clauses reposent par exemple sur des indicateurs comptables et des ratios financiers tels que le pourcentage des actifs immobilisés, le taux d'endettement, le ratio de couverture, etc.

faillites, etc.) et peut pousser les créanciers à exiger le remboursement immédiat de leurs dettes ou la renégociation des contrats initiaux. Dans ces conditions, les dirigeants seraient donc incités à éviter d'être en défaut et à utiliser les marges de manœuvre offertes par la réglementation comptable pour augmenter les bénéfices et donc atténuer le risque de violation des clauses. Ils formulent donc « l'hypothèse de l'endettement » suivante :

Hypothèse de l'endettement : Les dirigeants des firmes les plus endettées choisissent des méthodes comptables qui accélèrent la constatation des bénéfices.

Plusieurs études testent cette hypothèse et obtiennent des résultats conformes aux prédictions théoriques. Dhaliwal (1980), Bowen et al. (1981), Zmijewski et Hagerman (1981), Lilien et Pastena (1982), Dhaliwal et al. (1982), Daley et Vigeland (1983), Saada (1995) puis Shabou et Boulila Taktak (2002) montrent ainsi un lien positif entre le niveau d'endettement et les politiques comptables des dirigeants augmentant le résultat. Defond et Jiambalvo (1994) ainsi que Sweeney (1994) se concentrent quant à eux sur les entreprises ayant violé les clauses restrictives d'endettement. Les premiers observent des pratiques comptables améliorant les résultats l'année précédant la violation. Le second relève des changements de méthodes comptables plus fréquents dans ces sociétés. Leurs résultats soutiennent donc l'hypothèse de l'endettement. Ce n'est pas le cas des travaux de Piot et Janin (2004, 2005) puis de Benkraïem (2007b) qui montrent une relation négative entre le niveau d'endettement et la gestion des résultats des dirigeants ainsi que ceux de DeAngelo et al. (1994) pour lesquels les dirigeants tentent de réduire les résultats de leur entreprise en cas de difficultés financières. Au lieu de chercher à dissimuler les difficultés et d'éviter la transgression des clauses contractuelles, ils chercheraient dans ce dernier cas à accentuer la perception des partenaires du risque de faillite de l'entreprise pour ainsi parvenir à renégocier de meilleures conditions d'emprunt. Cette hypothèse est testée mais rejetée par Djama (2002) dans le contexte français. Dans l'ensemble, ces résultats, même s'ils sont contradictoires, tendent à montrer l'influence de l'endettement sur la politique comptable des dirigeants.

1.2. Comptabilité et environnement politique de l'entreprise

Les théories économiques de la réglementation appréhendent le processus politique de deux manières. La première (*the public interest*), la plus ancienne, justifie l'existence de la réglementation par l'incapacité des marchés à offrir une allocation optimale des ressources économiques. La réglementation entend dans ces conditions répondre à la demande du public de corriger les pratiques inefficaces et inéquitables des marchés. La production de

lois doit permettre la maximisation de l'intérêt général plutôt que l'intérêt d'individus en particulier⁴⁰. La seconde, initiée par Posner (1974), considère la réglementation comme une réponse aux demandes de divers groupes d'intérêts qui luttent entre eux pour optimiser les profits de leurs membres (*the interest group*). La production de réglementation résulte dans ces conditions de l'équilibre entre les demandes des différents groupes de pression et les politiciens⁴¹.

Dans ces conditions, Watts et Zimmerman (1978, p.115) considèrent que des coûts (politiques) résultent de la capacité du secteur politique à opérer des transferts de richesses entre les divers groupes d'acteurs. Du point de vue de l'entreprise, la production de réglementations et les diverses actions entreprises par les différents groupes d'acteurs, en répondant au souci du partage des richesses dans l'économie, conduisent à faire supporter des coûts politiques plus importants aux sociétés les plus visibles, les plus riches. Les indicateurs de richesses reposant essentiellement sur les données comptables, ces dernières sont au centre des relations de l'entreprise avec son environnement politique, elles déterminent le niveau des transferts de richesses.

Les principaux groupes d'intérêts à l'origine des coûts politiques supportés par l'entreprise sont présentés (§1.2.1). Leur identification permet ainsi de mieux appréhender l'impact de l'environnement politique sur les pratiques comptables des dirigeants (§1.2.2).

1.2.1. Conflits d'intérêts entre groupes de pression et dirigeants

Trois groupes de pression sont généralement mentionnés. Les premiers, les détenteurs des pouvoirs publics (les politiciens), qui cherchent à être réélus, sont incités à prendre des décisions qui minimisent les pertes de votes et qui maximisent leur rendement. Ils subissent la pression de l'opinion publique et de groupes (associations de consommateurs, associations de protection de l'environnement) quant aux pratiques non déontologiques de

⁴⁰ Cette approche est remise en cause par Posner (1974) sur les motifs d'une part qu'il est très difficile, presque impossible, de satisfaire tout le monde et d'autre part que l'assomption selon laquelle les marchés sont extrêmement fragiles et inaptes à opérer de manière efficiente est peu réaliste.

⁴¹ En fait, les groupes de pression sont composés d'individus qui cherchent à maximiser leur utilité et qui se regroupent en raison des coûts d'informations nécessaires à l'estimation des effets (ou coûts politiques) des décisions gouvernementales ou législatives sur leurs intérêts. En s'associant, ils accroissent leur capacité d'influence et bénéficient d'économies d'échelle au niveau des coûts de recherche d'informations. Ces économies sont toutefois largement conditionnées par la taille des groupes de pression. Plus leurs membres sont nombreux, plus leurs intérêts risquent d'être hétérogènes et plus les coûts organisationnels tendent à augmenter. Quant aux politiciens, ils ne sont pas ailleurs pas neutres (Holthausen et Leftwich, 1983). Ils sont tentés de produire des lois limitant la perte de votes des électeurs ou augmentant les ressources qu'ils contrôlent en prétextant la recherche de l'intérêt public. Comme tout autre agent, ils cherchent à maximiser leurs intérêts personnels (Cormier, 2007).

certaines entreprises ou à leurs résultats excessifs et ils sont incités à opérer des transferts de richesses des personnes morales (qui ne votent pas) vers les électeurs⁴². Dans ces conditions, ils modifient la réglementation ou imposent des prélèvements supplémentaires aux sociétés les plus performantes, cela étant plus rentable et moins coûteux que d'imposer les particuliers disposant nécessairement de moins de revenus (Raffournier, 1990).

Les seconds, les salariés et leurs syndicats, peuvent également exercer des pressions sur l'entreprise au motif que leur contribution à la formation des richesses n'est pas suffisamment rétribuée et notamment par rapport aux rémunérations que s'octroient les actionnaires et les dirigeants. Justifiant leurs actions par les performances et la création de richesses de l'entreprise, ils procèdent alors à des grèves ou manifestations⁴³ coûteuses pour l'entreprise.

Enfin, les sociétés en affichant d'excellentes performances peuvent susciter l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché et réduire d'autant leurs propres perspectives de rentabilité future. Dans ces conditions et afin de limiter le risque d'émergence de réglementations fiscales ou administratives (loi anti-trust, loi sur les prix, etc.) et ne pas attirer les convoitises (concurrents dans le secteur, revendications salariales), les dirigeants des plus grandes entreprises sont incités à réduire leur visibilité politique en présentant un profil plus neutre dans leurs rapports avec l'environnement.

1.2.2. Pratiques comptables et environnement politique

Face à ces pressions, les dirigeants des grandes entreprises disposent en fait de deux moyens d'action, soit ils exercent des pressions comme les autres groupes d'influence (par des campagnes de communication dans les médias, par des activités de lobbying), soit ils dissimulent leurs performances par des pratiques comptables. Pour Watts et Zimmerman (1978)⁴⁴, les dirigeants des grandes entreprises, en raison de leur visibilité politique,

⁴² Pour Watts et Zimmerman (1986, p. 230), cela a été le cas des sociétés américaines pétrolières dans les années 1970 à la suite de la publication de leurs résultats qualifiés à cette époque « d'obscènes » et « pornographiques ». On peut citer en 2007 le cas des banques françaises qui se sont vues contraintes dans leur politique de facturation des frais bancaires en cas d'incident de paiement. Leur politique était en effet jugée scandaleuse par les associations de consommateurs au regard de leurs profits.

⁴³ L'actualité quotidienne en est riche d'exemples qui touchent les questions aussi bien des parachutes dorés des dirigeants d'entreprises (Noël Forgeard, Denis Gautier-Sauvagnac), que des manifestations de salariés chez EADS suite au plan *Power 8* en 2007, des revendications des caissières de Carrefour-Marseille début 2008, etc.

⁴⁴ Watts et Zimmerman (1978) se sont penchés sur la réaction des dirigeants face aux projets de nouvelles normes comptables en étudiant les avis recueillis par le normalisateur américain, le *Financial Accounting Standards Board* (FASB), relatifs aux ajustements du niveau général des prix. Ils montrent que les dirigeants des grandes sociétés, en raison des coûts politiques, tendent à s'opposer aux nouvelles normes qui auraient

seraient donc plus incités à adopter des méthodes comptables réduisant leurs bénéfices. La taille de l'entreprise étant pour eux un *proxy* de la visibilité politique de l'entreprise, ils formulent « l'hypothèse des coûts politiques » suivante :

Hypothèse des coûts politiques : Les dirigeants des firmes les plus grandes choisissent des méthodes comptables qui retardent la constatation des bénéfices sur les périodes suivantes.

Les résultats des tests de cette hypothèse sont mitigés. Si dans des contextes d'enquêtes antidumping (Jones, 1991), d'enquêtes antitrust (Cahan, 1992 ; Key, 1997 ; Magnan et al. 1999) ou de catastrophes naturelles (Labelle et Thibault, 1998), les études montrent unanimement des pratiques comptables visant à diminuer les bénéfices, les résultats lors de contestations salariales sont moins tranchés. En effet, Liberty et Zimmerman (1986) n'obtiennent pas de variation significative des résultats durant la période de négociation alors que D'Souza et al. (2001) montrent, à travers l'étude des provisions pour engagements de retraite (norme SFAS 106), la volonté des dirigeants de réduire les coûts de renégociation salariale. L'hypothèse des coûts politiques est en outre confirmée par les travaux de Zmijewski et Hagerman (1981), Dhaliwal et al. (1982), Daley et Vigeland (1983) puis de Berthelot et al. (2003). Elle n'est en revanche pas soutenue par ceux de Bowen et al. (1981), Saada (1995), Djama (2002), Piot et Janin (2004, 2005) et de Benkraïem (2007b). Les résultats relatifs à l'hypothèse des coûts politiques restent donc assez contrastés.

2. Les critiques de la Théorie Politico-Contractuelle

Si depuis plusieurs décennies, les chercheurs se sont largement mobilisés pour tester les hypothèses politico-contractuelles de Watts et Zimmerman, force est de constater que les nombreux travaux empiriques n'ont pu conduire à des résultats unanimes. Malgré sa contribution au développement de la recherche en comptabilité, de nombreuses critiques ont donc été formulées à son encontre.

Jeanjean (1999) fournit une revue détaillée de ces critiques. Il les classe en trois catégories selon qu'elles sont liées à la posture épistémologique de la TPC (§2.1), à la validité du cadre théorique sous-jacent (§2.2) ou aux méthodes de validation de ses hypothèses (§2.3).

pour conséquence d'augmenter le niveau de leurs bénéfices nets et de soutenir celles qui conduiraient à les abaisser.

2.1. Les critiques sur la posture épistémologique de la TPC

Les critiques sur la posture épistémologique de la TPC ont essentiellement porté sur deux points. Le premier s'est concentré sur la vision radicale prônée par Watts et Zimmerman (1986, p.338)⁴⁵ du caractère scientifique de la TPC en opposition aux précédentes théories normatives. Le second point a quant à lui porté sur la pertinence de l'objet même de la théorie (Casta, 2000c). La question était alors de savoir si la TPC devait s'intéresser aux faits comptables plutôt qu'aux comportements des comptables et des dirigeants. Pour Thibierge (1997) et Jeanjean (1999), ces critiques, si elles ne sont pas négligeables, n'en sont pour autant pas dirimantes.

2.2. Les critiques sur la validité du cadre théorique

Quant aux critiques sur le cadre d'analyse, elles portent essentiellement sur trois aspects. Le premier est relatif au caractère réducteur du cadre conceptuel sous-jacent. En effet, Jeanjean (2005) précise qu'en tirant ses fondements des théories de l'agence et de la réglementation, la TPC repose sur deux hypothèses implicites, celles de l'individualisme méthodologique et de l'opportunisme des dirigeants. En analysant les comportements des agents en fonction de la variation d'utilité causée par les différents choix possibles, elle ignore donc les dimensions institutionnelle, historique et sociologique des pratiques comptables (Colasse, 2000). Elle n'intègre pas non plus les motivations autres que l'opportunisme des dirigeants telles que la volonté d'efficacité des contrats (autrement dit, la volonté de minimiser les coûts d'agence et de maximiser la valeur de l'entreprise) et de signalisation de la performance future de l'entreprise (Holthausen, 1990 ; Christie et Zimmerman, 1994).

Le second aspect a trait au caractère simplificateur des trois hypothèses initiales de l'intéressement, de l'endettement et des coûts politiques formulées par Watts et Zimmerman (1978, 1986). D'une part, ces hypothèses postulent une monotonie stricte des relations entre l'incitation à gérer et les stimuli (à chaque niveau d'endettement, de taille et de contrat incitatif correspond une incitation à gérer) qui a largement été remise en cause par les travaux empiriques qui montrent que ces hypothèses sont essentiellement validées dans des cas extrêmes (violation de clauses d'endettement, enquêtes des autorités de la concurrence, changement de dirigeants, etc.). D'autre part, elles n'intègrent pas la volonté des dirigeants d'atteindre certains seuils de résultats pour maximiser la valeur boursière de

⁴⁵ Pour ces auteurs, la TPC est « positive » au sens « empirique » et est clairement distincte de l'approche normative. Elle vise à tester des hypothèses empiriquement testables pour laisser parler les faits sans faire intervenir de jugement de valeur (Thibierge, 1997, p.282).

la firme ou servir la réputation et les perspectives de carrière des dirigeants. Enfin, ces hypothèses, si elles mettent en avant les incitations aux comportements comptables des dirigeants, ignorent complètement les contraintes entourant leurs décisions (la structure d'actionnariat, le conseil d'administration, les auditeurs, etc.) ainsi que les effets temporels de ces décisions (l'anticipation du dirigeant du renversement de ses choix comptables la période suivante).

Le troisième aspect est relatif à la nature contingente des hypothèses. En effet, pensées et testées principalement dans le contexte nord-américain, les trois hypothèses classiques de la TPC en traduisent les réalités (Cormier et al. 1998). Or comme le souligne Casta (2000c), il est difficile de transposer les conclusions des recherches précédentes dans un contexte où d'importantes différences existent, notamment en matière de pratiques contractuelles (clauses d'endettement, contrats d'intéressement), d'influence de la fiscalité sur les pratiques comptables, d'importance de l'actionnariat familial et de place relative de l'Etat et des marchés financiers dans l'activité économique.

2.3. Les critiques sur les méthodes de validation des hypothèses de la TPC

La troisième catégorie de critiques adressées à la TPC est quant à elle liée au phénomène de réduction instrumentale inhérent à l'utilisation de *proxies* indispensables à la mesure des construits (la mesure de la gestion des résultats, l'existence de clauses d'intéressement pour l'hypothèse de la rémunération, le taux d'endettement pour l'hypothèse d'endettement, la taille pour l'hypothèse des coûts politiques, etc.). Elle est également liée aux problèmes d'ordre statistique. Les critiques portent alors sur la taille et la nature des échantillons d'étude. Ils sont généralement petits et composés de très grandes sociétés cotées. Elles sont aussi relatives à l'utilisation des outils statistiques tels que les régressions qui ne permettent pas d'intégrer les interdépendances entre les variables explicatives, au problème d'omission de certaines variables par manque d'accès à l'information et à la question de la cohérence des modèles avec notamment le phénomène d'endogénéité des variables.

Ces critiques rappelées, plusieurs prolongements de cette théorie sont présentés. En effet, en soulignant certaines limites au cadre d'analyse de la TPC, les chercheurs l'ont progressivement complété. Ils ont notamment formulé des propositions reconnaissant des motivations supplémentaires aux comportements des dirigeants et intégrant les limites à leurs actions.

3. Au-delà du cadre initial de la Théorie Politico-Contractuelle

Plusieurs hypothèses sont venues compléter les travaux de Watts et Zimmermann (1978, 1986). Nous nous concentrons à présent sur celles les plus fréquemment citées pour expliquer la politique comptable des dirigeants, à savoir la volonté d'atteindre certains seuils (§3.1) et l'existence de contraintes techniques et organisationnelles (§3.2).

3.1. Atteinte de certains seuils

Un objectif alternatif à la politique comptable des dirigeants visant à modifier la perception des partenaires de l'entreprise réside dans l'atteinte de certains seuils. Cet objectif repose sur l'idée implicite que les utilisateurs de l'information comptable et financière perçoivent les résultats au travers de seuils, et ce pour deux raisons principales qui sont pour l'une d'ordre psychologique et pour l'autre d'ordre organisationnel (Chalayer et al. 2001). En effet, selon ces auteurs, l'esprit humain opère une différence fondamentale entre les nombres positifs et négatifs et fonctionne par référence à des normes. Il en résulte que les dirigeants sont réticents à annoncer des résultats en deçà des seuils de référence généralement admis par le reste des partenaires et d'autant plus lorsque ceux-ci sont négatifs. En outre, les chiffres comptables étant au cœur des transactions effectuées entre l'entreprise et ses partenaires, la référence à des seuils de performances permet à ces derniers de simplifier leur analyse de l'information et donc leur prise de décisions. Jeanjean (2002) précise que les individus disposant d'une rationalité limitée recourent davantage à des règles de gestion heuristiques simples afin de limiter les coûts de traitement de l'information. La nécessité d'atteindre certains seuils étant d'autant plus grande qu'elle est au centre des attentions des partenaires, elle pousserait les dirigeants lorsqu'ils n'atteignent pas les objectifs de performance escomptés, à adopter des choix comptables et financiers maximisant les résultats.

La littérature identifie trois seuils qui sont par ordre d'importance : le résultat égal à zéro, le résultat de l'année précédente et le résultat attendu par les analystes (Degeorge et al. 1999). Burgstahler et Dichev (1997) considèrent que les investisseurs adoptent une règle d'appréciation simple des performances. Si les résultats augmentent c'est bon signe. A l'inverse, si les résultats diminuent ou sont négatifs, c'est mauvais signe. Dans ces conditions, les dirigeants dont les résultats réels sont faiblement négatifs ont tout intérêt à adopter des choix comptables et financiers permettant d'afficher des résultats légèrement supérieurs à zéro. Plusieurs travaux (Burgstahler et Dichev, 1997 ; Burgstahler et Eames, 2003 ; Mard, 2004a) ont testé cette hypothèse. A partir de l'analyse des distributions des

résultats des entreprises, ils mettent en évidence des fréquences anormalement basses de pertes relativement faibles et des fréquences anormalement hautes de résultats faiblement positifs. Ils expliquent ces distributions par une gestion des résultats des dirigeants des firmes dont les bénéficiaires sont légèrement positifs, ces derniers auraient cherché à éviter de publier une perte.

Le second objectif est relatif au maintien du niveau de performance. Dans cette perspective, il est postulé implicitement que les dirigeants ont tout intérêt à présenter des résultats en croissance constante afin d'éviter toute sanction négative du marché. En effet, si les rendements anormaux des sociétés qui présentent des résultats en croissance régulière sont largement supérieurs à ceux des autres sociétés, ceci d'autant plus lorsqu'il s'agit de résultats trimestriels (Myers et al. 2007), la présentation de résultats décevants, interrompant cette dynamique, est fortement sanctionnée par les marchés. En outre, la réaction des marchés étant asymétriquement plus sensibles aux mauvaises nouvelles (les rendements anormaux négatifs liés aux mauvaises nouvelles sont proportionnellement plus importants que les rendements anormaux positifs liés aux bonnes nouvelles (Skinner et Sloan, 2002)), les dirigeants sont fortement incités à adopter des choix comptables et financiers leur permettant d'atteindre le précédent résultat publié. Plusieurs travaux ont testé cette hypothèse, dont notamment Burgstahler et Dichev (1997), Degeorge et al. (1999) puis Mard (2004a). En analysant les distributions des variations des résultats des entreprises, ils observent une asymétrie des distributions des résultats légèrement supérieurs à ceux de l'année précédente et concluent donc à la motivation des dirigeants de ne pas publier des résultats en baisse.

Le troisième objectif est relatif à l'atteinte des prévisions des analystes. Comme précédemment, les dirigeants n'ont pas intérêt à annoncer un résultat en deçà des anticipations des analystes afin de ne pas supporter un réajustement conséquent des cours. Dans le cas où les résultats sont juste inférieurs aux prévisions, les dirigeants sont donc incités à adopter des choix comptables et financiers améliorant les résultats et permettant de dépasser légèrement ces anticipations. Cette hypothèse est testée et validée par Degeorge et al. (1999), Moerhle (2002), Matsumoto (2002), Dhaliwal et al. (2004). Pour Abarbanell et Levahy (2000), les dirigeants des sociétés dont les analystes recommandent d'acheter les actions sont ainsi plus susceptibles d'engager une politique comptable augmentant le résultat afin d'atteindre les prévisions des analystes. Plus récemment, Graham et al. (2005) vont plus loin et montrent que l'atteinte des prévisions du marché répond non seulement au souhait d'acquiescer une crédibilité aux yeux du marché et de maintenir le cours des actions mais aussi à des préoccupations personnelles des dirigeants

en termes de réputation et de carrière. Ce dernier point est confirmé par Francis et al. (2008).

3.2. Les contraintes à la politique comptable des dirigeants

Si la politique comptable des dirigeants permet de répondre à plusieurs objectifs, la prise en compte d'autres facteurs contraignant la liberté d'action des dirigeants peut enrichir substantiellement notre compréhension des comportements comptables des dirigeants. En effet, quand bien même ces derniers sont motivés par la maximisation de leurs propres richesses, par la minimisation des coûts de financement et politiques ou par l'atteinte de certains seuils, ils ne peuvent pour autant agir indépendamment de toute considération organisationnelle et technique. La compréhension de la politique comptable des dirigeants requiert en substance la prise en compte des mécanismes de contrôle exercés par les actionnaires (§3.2.1), les administrateurs (§3.2.2) et les auditeurs (§3.2.3) ainsi que les contraintes techniques liées à l'exercice de choix comptables et financiers les exercices antérieurs (§3.2.4). Ces différents points sont successivement exposés.

3.2.1. La structure d'actionnariat

Pour la TPC, les pratiques comptables des dirigeants sont pour partie liées aux conflits d'agence existant entre les actionnaires et les dirigeants. Cependant, l'intensité de ces conflits n'est pas nécessairement la même selon la structure d'actionnariat. L'implication et les exigences des différentes catégories d'actionnaires, qu'ils détiennent ou non une part significative des titres de l'entreprise ou qu'ils s'agissent d'investisseurs institutionnels ou bien de familles, influent sur la nature des relations entre ces actionnaires et les dirigeants et donc sur leurs conflits d'intérêts. La structure d'actionnariat peut donc à ce titre influencer les pratiques comptables des dirigeants.

Plusieurs chercheurs considèrent que le comportement comptable des dirigeants varie selon le degré de concentration actionnariale (Smith, 1976 ; Dhaliwal et al. 1982 ; Defond et Jiambalvo, 1991 ; Warfield et al. 1995). Selon eux, les dirigeants des sociétés dont l'actionnariat est diffus sont plus incités à adopter des choix comptables et financiers modifiant la performance de l'entreprise que ceux des sociétés dont l'actionnariat est concentré. Plusieurs arguments sont avancés pour justifier cette hypothèse. Premièrement, il existe une différence non négligeable de moyens entre les actionnaires qui détiennent une part significative du capital et ceux qui n'en détiennent pas. En effet selon Smith (1976), les premiers disposent de moyens plus importants en termes d'accès à

l'information, de connaissance des processus de décisions et de conseils financiers que les seconds. Etant en outre plus sensibles aux effets des décisions des dirigeants puisqu'ils détiennent une part importante du capital, ils ont donc plus intérêt à exercer une surveillance stricte des dirigeants. A l'inverse, lorsque l'actionnariat est diffus, un contrôle accru est plus difficile à mettre en œuvre et s'avère aussi plus coûteux (ou moins rentable) pour ceux qui l'exercent au regard des sommes investies. Les travaux de Smith (1976) confortent cette hypothèse puisqu'ils montrent que les dirigeants des entreprises contrôlées (dont l'actionnariat est concentré) adoptent moins de choix comptables et financiers modifiant le niveau des résultats que ceux des entreprises managériales (dont l'actionnariat est diffus).

De ce manque de ressources, de motivations et d'accès aux informations indispensables au contrôle des dirigeants chez les sociétés à capital diffus, il en résulte deuxièmement une plus grande asymétrie d'information entre les actionnaires et les dirigeants, laquelle confère alors une utilité informationnelle d'autant plus importante aux résultats (Warfield et al. 1995). En effet, le risque de conflits d'intérêts dans les sociétés à actionnariat diffus étant plus important, celles-ci sont plus susceptibles de recourir à des plans d'intéressement qui indexent la rémunération des dirigeants aux performances comptables afin d'aligner les intérêts de ces derniers sur ceux des actionnaires (Dhaliwal et al. 1982)⁴⁶. Les dirigeants dans ces conditions ont donc tout intérêt à prouver leur bonne gestion, ce qui peut les inciter à adopter une politique comptable améliorant le résultat. Les résultats de Dhaliwal et al. (1982), Defond et Jiambalvo (1991) puis Berthelot et al. (2003) vont dans ce sens et montrent une gestion à la hausse des résultats dans les sociétés à capital diffus. Ils ne sont en revanche pas confirmés par les travaux de Saada (1995), Cormier et al. (1998), Jeanjean (2001) ainsi que de Shabou et Boulila Taktak (2002). Il en est de même selon les résultats de Niehaus (1989) pour lesquels la probabilité que les dirigeants tentent de minimiser le résultat (à travers le choix de la méthode d'évaluation des stocks LIFO) s'accroît (1) lorsque la concentration d'actionnaires externes augmente ou (2) lorsque les dirigeants sont des actionnaires dominants.

Plusieurs recherches considèrent en outre que la nature des actionnaires (dirigeants, investisseurs institutionnels ou familles) peut influencer les comportements comptables des dirigeants. Selon Dhaliwal et al. (1982, p.44), la politique comptable des dirigeants serait influencée par l'actionnariat managérial. En effet, l'augmentation des résultats entraînant un supplément d'impôt pénalisant pour les actionnaires, plus la détention en capital des dirigeants est importante moins ils devraient être incités à améliorer leurs résultats.

⁴⁶ On rejoint sur ce point l'hypothèse de la rémunération formulée par Watts et Zimmerman (1978, 1986).

Dempsey et al. (1993) observent ainsi que les firmes dans lesquelles les dirigeants ne sont pas ou peu actionnaires adoptent plus de choix comptables relatifs aux éléments extraordinaires que les firmes dans lesquelles les dirigeants sont des actionnaires dominants. Warfield et al. (1995) confirment et montrent que plus la firme est contrôlée par des dirigeants, plus le niveau de gestion des résultats est faible. Les travaux de Hunt (1985), Beneish (1997) ainsi que de Young (1998) n'ont en revanche pu parvenir à établir une telle relation, les résultats restent donc contrastés. D'autres recherches ont alors mis en avant l'influence de l'actionnariat institutionnel⁴⁷ sur la politique comptable des dirigeants (Bushee, 1998 ; Benkraïem, 2007a, 2007b). Dans une vision spéculative, les investisseurs institutionnels pourraient inciter les dirigeants à adopter plus de choix comptables améliorant les résultats afin de maximiser leur rentabilité à court terme. Dans une vision plus sophistiquée, ils pourraient, lorsqu'ils détiennent une part significative du résultat, exercer un plus grand contrôle sur les dirigeants et donc les dissuader de modifier les résultats. Enfin, l'actionnariat familial a également suscité l'intérêt des chercheurs. Si pour Anderson et Reeb (2003), Ben-Amar et André (2006) puis Allouche et al. (2007)⁴⁸ les firmes contrôlées par des familles sont plus performantes, Jiraporn et Dadalt (2007) concluent que le niveau de gestion des résultats y est aussi moins important en raison de la vision à plus long terme et par la volonté des familles de conserver leur réputation.

3.2.2. Le conseil d'administration

Parmi les différentes missions imparties au conseil d'administration, une semble particulièrement importante pour la compréhension des comportements comptables des dirigeants. Il s'agit de celle disciplinaire, qui consiste à protéger les intérêts de toutes les parties prenantes de l'entreprise contre les abus de certains dirigeants (Godard et Schatt, 2005). En effet, depuis les travaux de Jensen et Meckling (1976) et de Fama (1980), la littérature conçoit le conseil d'administration comme un organe de contrôle qui contribue à aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et permet incidemment de réduire les coûts d'agence. Mais là où les anglo-saxons considèrent que le conseil d'administration vise d'abord à protéger les intérêts des actionnaires, la conception française estime que son objectif premier est de défendre l'intérêt social de l'entreprise. Le rapport Vienot I (1995, p.6) précise ainsi que « le conseil d'administration est une instance

⁴⁷ De manière plus générale, Amann et al. (2007) indiquent que les investisseurs institutionnels, compte tenu des masses financières qu'ils représentent, disposent de plus de moyens pour exercer leurs pouvoirs que n'en ont les actionnaires individuels. Ces auteurs font en outre remarquer que l'activisme actionnarial influençant l'évolution de la gouvernance des entreprises est principalement le fait d'investisseurs institutionnels.

⁴⁸ Selon ces auteurs, dans une approche contractualiste, la gestion plus efficace des entreprises familiales proviendrait d'une part de la réduction des coûts de contrôle et d'incitation des dirigeants liée à une moindre séparation des fonctions de propriété, de direction (lorsque le dirigeant est membre de la famille actionnaire) et de contrôle puis d'autre part de l'orientation à long terme intergénérationnelle des entreprises familiales.

collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social⁴⁹ de l'entreprise ». En outre aujourd'hui, les marchés exigent de plus en plus du conseil qu'il soit le garant d'une information financière, régulière, sincère et présentant une image fidèle des comptes (Jeanjean et Stolowy, 2006). Selon l'article L 225-35 du Code de Commerce, « le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. [...] Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le président ou le directeur général de la société est tenu de communiquer à chaque administrateur tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission ». En vertu de cette mission, le contrôle exercé par le conseil devrait dissuader les dirigeants d'adopter une politique comptable modifiant l'image de l'entreprise et de ses performances.

Pour apprécier l'efficacité ou « qualité » du conseil dans sa mission disciplinaire, la littérature se réfère essentiellement à sa composition, et notamment au degré d'indépendance de ses membres par rapport à la direction générale. Dans le contexte anglo-saxon, trois types d'administrateurs sont distingués (Jeanjean, 2002) : les administrateurs internes qui sont (ou ont été) soumis à un lien de subordination avec le dirigeant soit par le biais d'un contrat de travail soit par le biais d'un mandat dans une filiale, les administrateurs externes qui sont exempts de tout lien direct avec le dirigeant ainsi que les administrateurs « gris » tels que les banquiers et les experts juridiques pour lesquels il est difficile d'établir un lien de subordination. Dans le contexte français, il faut se référer au rapport Bouton (2002, p.9) qui définit un administrateur indépendant comme quelqu'un qui « n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ». Ce rapport fournit des critères d'appréciation de l'indépendance des administrateurs. Ainsi pour être qualifié d'indépendant un administrateur : (1) ne doit pas être salarié ou mandataire social de la société ou d'une des sociétés du groupe (mère ou filiale), (2) ne pas être client, fournisseur, banquier d'affaire, banquier de financement significatif de la société ou de son groupe, (3) ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social, (4) ne pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours des cinq années précédentes,

⁴⁹ Le rapport Vienot I (1995) définit l'intérêt social comme « l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la continuité et la prospérité de l'entreprise ».

(5) ne pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans et (6) ne pas détenir plus de 10% du capital ou des droits de vote de la société ou de sa société mère.

Qu'il s'agisse d'administrateurs externes dans le contexte anglo-saxon ou d'administrateurs indépendants au sens français, la littérature postule qu'il existe pour ces administrateurs un marché du travail fondé sur leur capital humain à travers notamment leur réputation. Celui-ci les incite à exercer un regard plus critique sur les comportements comptables des dirigeants s'ils souhaitent augmenter leurs opportunités de mandat ultérieures. En outre, les administrateurs indépendants n'étant pas par définition des actionnaires significatifs, il leur est plus facile de s'opposer à des décisions de politique comptable prises dans l'intérêt des actionnaires dominants mais pas dans l'intérêt social. Dans ces conditions, la littérature considère que la présence d'administrateurs indépendants étant le gage d'un contrôle de meilleure qualité, elle permet de limiter la politique comptable des dirigeants visant à duper certaines parties prenantes.

Plusieurs travaux ont testé et validé cette hypothèse. Parmi eux dans le contexte anglo-saxon, les travaux de [Beasley \(1996\)](#) ainsi que ceux de [Dechow et al. \(1996\)](#) se sont consacrés à l'étude de cas extrêmes de fraudes et ont permis de révéler que le nombre d'administrateurs externes chez les firmes en question était moins important. [Peasnell et al. \(2000\)](#) puis [Klein \(2002\)](#) ont quant à eux étudié l'influence de la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration sur le niveau de gestion des résultats des dirigeants. Leurs résultats confortent les précédentes études et permettent d'établir une relation négative entre le niveau d'administrateurs externes et le niveau de gestion des résultats. En outre, [Jeanjean \(2002\)](#), [Piot et Janin \(2005\)](#), [Benkraïem \(2007b\)](#) ainsi que [Stepniewski et Souid \(2008\)](#) soutiennent ces résultats et établissent un lien négatif et significatif entre la proportion d'administrateurs indépendants et le niveau de gestion des résultats dans le contexte français.

3.2.3. Les auditeurs

A l'instar du conseil d'administration, l'audit vise à réduire les coûts d'agence entre les différentes parties prenantes de l'entreprise. En effet, si l'information comptable doit servir à réduire l'asymétrie d'informations entre les dirigeants et les autres partenaires de l'entreprise dans le cadre de leurs relations politico-contractuelles, faut-il encore qu'elle reflète la situation réelle de l'entreprise. La mission des auditeurs, et plus spécifiquement des commissaires aux comptes dans le cadre de leur mission d'audit légal, consiste à vérifier et exprimer une opinion sur les comptes. Ceux-ci doivent en l'espèce se prononcer

sur la validité des documents financiers conformément au référentiel comptable utilisé. Ils certifient que les comptes annuels sont réguliers, sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de l'entreprise (Article L 823-9 du Code de Commerce). L'audit vise donc à fournir une assurance raisonnable aux partenaires de l'entreprise de la fiabilité des documents comptables transmis par les dirigeants. Le contrôle des auditeurs restreignant la liberté d'action des dirigeants en matière de choix comptables et financiers visant à fournir une image déformée de l'entreprise et de ses performances, il contribue à réduire les coûts d'agence.

Toutefois pour que la réduction des coûts soit effective, elle requiert un audit de qualité, associé notamment aux compétences et à l'indépendance des auditeurs (Watts et Zimmerman, 1986, p.313). Pour DeAngelo (1981, p.186), la qualité d'audit est définie comme « la probabilité perçue par le marché qu'un auditeur donné détecte une erreur dans le système comptable du client et la rapporte ». Elle considère en outre que la compétence et l'indépendance et incidemment la qualité d'audit sont liées à la taille de l'auditeur. En effet, si les grands cabinets disposent de moyens plus importants pour effectuer leurs missions et peuvent plus facilement supporter la perte d'un mandat, ils devraient fournir un audit de meilleure qualité. Deux arguments viennent selon elle étayer cette hypothèse. Le premier repose sur la perte de réputation qui peut être plus importante pour les grands cabinets. Si les montants de leurs honoraires trouvent une justification dans leur réputation, ils ont plus à perdre si celle-ci est mise en défaut. Ils ont donc tout intérêt à pratiquer des audits de qualité pour préserver leur réputation. Le second argument tient quant à lui au risque de poursuites plus fréquentes pour les grands cabinets. Ces derniers étant plus riches que les petits cabinets, les clients peuvent espérer en cas d'échec dans leurs missions obtenir des dommages et intérêts plus conséquents, ils seront donc plus enclins à engager des poursuites. Les grands cabinets ont ici une motivation supplémentaire à fournir un audit de meilleure qualité.

Plusieurs travaux utilisent par conséquent la taille de l'auditeur comme indicateur de qualité d'audit et donc de contrainte de la gestion des résultats des dirigeants. Parmi ces travaux, il est possible de citer ceux de Defond et Jambalvo (1991), Becker et al. (1998), Francis et al. (1999), Kim et al. (2003) ainsi que Mard (2004b), Piot et Janin (2005) et Benkraïem (2007b) dans le contexte français. Ainsi dès 1991, Defond et Jambalvo montrent l'influence de l'appartenance du cabinet d'audit à un grand cabinet international (*Big 8*) sur la diminution de la survenance des erreurs comptables augmentant le résultat. Becker et al. (1998), Francis et al. (1999), Kim et al. (2003) ainsi que Mard (2004b)

confortent ce résultat en observant un lien négatif et significatif entre le niveau de gestion des résultats et l'appartenance à un *Big 6*. Enfin, Jeanjean (2001, 2002) puis Piot et Janin (2005) n'obtiennent pas de relation significative dans le contexte français, contrairement à Benkraïem (2007b) qui lui démontre le lien négatif entre le niveau de gestion des résultats et l'appartenance des commissaires aux comptes à un *Big 4*.

3.2.4. La contrainte technique

Si les dirigeants bénéficient d'une certaine marge de liberté en matière de choix comptables et financiers, celle-ci n'est pas illimitée. En effet, comme le sous-entendent Watts et Zimmerman (1986) en formulant les trois hypothèses de la rémunération, de l'endettement et des coûts politiques, les dirigeants peuvent faire varier la sécrétion des bénéfices dans le temps, soit en les accélérant soit en les retardant pour un exercice donné. Autrement dit, les choix effectués ne modifient pas le niveau des bénéfices mais seulement leur distribution sur plusieurs exercices. A long terme, les effets des actions entreprises se compensent, la modulation des résultats correspond alors à un jeu à somme nulle.

Concrètement pour les dirigeants, cela implique que les choix comptables et financiers qu'ils ont opérés pour un exercice donné vont avoir des effets sur les exercices ultérieurs. En substance, les choix qui ont permis d'augmenter (diminuer) les résultats d'un exercice donné vont contribuer symétriquement à diminuer (augmenter) ceux des exercices suivants. Il en résulte que la politique comptable des dirigeants est nécessairement influencée par leurs pratiques passées. La littérature parle de « réversibilité temporelle » des choix comptables et financiers. Celle-ci a été testée par Defond et Park (1997) qui démontre une relation significative et négative entre les choix comptables discrétionnaires de l'année courante avec ceux de l'année antérieure. Les résultats de Jeanjean (2001, 2002) ainsi que de Benkraïem (2007b) valident cette hypothèse. Cette dernière est sous-jacente aux études traitant du lissage des résultats.

Conclusion de la section 1

L'objectif dans cette section était de présenter le cadre théorique explicatif de la politique comptable des dirigeants. A l'issue de cette présentation, il ressort que la TPC fournit un cadre explicatif des choix comptables et financiers par l'analyse des relations d'agence entre les dirigeants, les actionnaires, les créanciers et l'environnement politique de l'entreprise. Elle montre que dans le cadre de ces relations, l'existence d'asymétries informationnelles et de conflits d'intérêts est à l'origine de coûts et de transferts de richesses entre les différents acteurs qui peuvent inciter les dirigeants à adopter une politique comptable destinée à modifier les perceptions des partenaires de l'entreprise. Ainsi en optant pour des choix comptables qui avancent ou retardent la constatation des bénéfices, les dirigeants chercheraient à maximiser leur rémunération, respecter les clauses d'endettement ou réduire les coûts politiques.

La TPC a toutefois fait l'objet de nombreuses critiques. Sa posture épistémologique, la validité de son cadre théorique ainsi que les méthodes permettant de tester ses hypothèses ont soulevé des débats au sein du monde scientifique invitant dès lors les chercheurs à dépasser ce cadre d'analyse traditionnel. Ceux-ci ont proposé d'autres explications aux comportements comptables des dirigeants, dont notamment la volonté d'atteindre certains seuils de résultats, l'existence de contraintes organisationnelles associées aux organes de contrôle de l'entreprise (actionnaires, administrateurs, auditeurs) et de contraintes techniques liées au caractère réversible dans le temps des choix comptables des dirigeants.

Cette section, si elle permet de renforcer notre compréhension du comportement des dirigeants dans la gestion courante de l'entreprise, permet aussi de saisir l'importance des facteurs contextuels dans l'étude des pratiques comptables des dirigeants. En validant les hypothèses classiques de la TPC essentiellement dans des cas dits « extrêmes », les chercheurs ont ainsi montré que des contextes particuliers, où les risques de transferts de richesses sont exacerbés, peuvent constituer des incitations supplémentaires pour les dirigeants à adopter une politique comptable visant à moduler les bénéfices. La section suivante en présentant les travaux réalisés dans des contextes voisins des fusions-absorptions devrait nous permettre de mieux appréhender les déterminants de la politique comptable des dirigeants lors de ces opérations.

SECTION 2 - L'APPORT DES CONTEXTES VOISINS DES FUSIONS- ABSORPTIONS

Si la question de la politique comptable des dirigeants a depuis ces dernières années mobilisé un nombre croissant de chercheurs et de praticiens, celle-ci a très souvent été appréhendée sous l'angle d'évènements particuliers. De cette approche, il ressort l'idée implicite que le contexte peut également contribuer à déterminer la politique comptable des dirigeants. Les contextes peuvent être soit des opérations voulues par la politique générale de l'entreprise, soit des évènements subis par elle. Parmi les principaux contextes étudiés (Annexe n°3), il est possible de citer ceux relatifs aux enquêtes des organismes de réglementation, aux restructurations d'entreprises, aux entreprises en difficultés, aux augmentations de capital avec notamment les introductions en bourse, les opérations de LBO (*Leverage Buy Out*), de MBO (*Management Buy Out*) ainsi que les offres publiques, aux changements de contrôle puis aux changements de direction. Modifiant les relations d'agence et plaçant au cœur des préoccupations l'information comptable, ces différents contextes peuvent être l'occasion d'opérer des transferts de richesses substantiels entre les partenaires de l'entreprise. Dans ces conditions, les dirigeants seraient davantage incités à adopter des choix comptables et financiers modifiant les perceptions de la situation économique et des performances de l'entreprise.

Le premier chapitre de ce travail doctoral a montré que les fusions-absorptions peuvent être assimilées à des prises de contrôle ou bien à des restructurations au sein d'un même groupe lorsqu'un lien de contrôle préexiste entre les sociétés avant l'opération. Si celles-ci présentent des particularités, notamment sur le plan juridique, les motivations de leur déclenchement sont relativement semblables aux acquisitions et la détermination du prix (de la parité lorsque l'opération est financée par échange d'actions) y est également centrale. Aucun travail à notre connaissance ne s'est intéressé à la politique comptable des dirigeants dans les fusions-absorptions. A l'inverse, plusieurs recherches se sont consacrées aux acquisitions (OPA, OPE, OPR, OPR-RO et MBO). Ces opérations sont proches des fusions-absorptions dans la mesure où elles correspondent elles aussi à des prises de contrôle ou des restructurations. Nous exploitons ce champ de littérature de circonstances ponctuelles pour améliorer notre connaissance de la politique comptable des dirigeants dans le contexte spécifique des fusions-absorptions. La présente section se compose logiquement de deux parties. La première recense les travaux portant sur la politique comptable des dirigeants dans les opérations de prise de contrôle (§1). La seconde partie examine ceux relatifs aux opérations de restructuration (§2).

1. Politique comptable des dirigeants dans les opérations de prise de contrôle

La littérature sur les prises de contrôle s'est tantôt concentrée sur les sociétés à l'initiative de ces opérations (les sociétés acquéreuses) tantôt sur les sociétés cibles (les sociétés acquises) (André et al. 2003). Nous mobilisons ces deux types de recherches dans la mesure où ils nous permettent d'établir un parallèle avec la distinction française des sociétés initiatrices et cibles des fusions-absorptions telle que présentée⁵⁰ dans le chapitre un. En effet, les sociétés absorbantes pouvant être à l'initiative ou les cibles des fusions-absorptions, la politique comptable des dirigeants de ces sociétés peut être similaire à celle adoptée par les dirigeants initiateurs et cibles des autres types de prise de contrôle ou de restructuration. Les travaux relatifs à la politique comptable des dirigeants des sociétés initiatrices (§1.1) puis ceux relatifs à la politique comptable des dirigeants des sociétés cibles (§1.2) sont successivement abordés.

1.1. Politique comptable des sociétés initiatrices de prise de contrôle

La littérature relative aux sociétés initiatrices de prise de contrôle tend à montrer que les dirigeants adoptent avant l'opération des choix comptables et financiers qui augmentent la valeur de leur firme dans le but de diminuer le coût de l'opération (Annexe 4). Certaines études montrent également que dans un contexte d'asymétrie d'informations, les dirigeants opteraient pour une opération financée par actions lorsqu'ils considèrent que la valeur de leur société est surévaluée (Myers et Majluf, 1984 ; Travlos, 1987 ; Dong et al. 2003 ; Schleifer et Vishny, 2003 ; Rhodes-Kropf et al. 2005 ; Ang et Cheng, 2006) ou à l'inverse, que la valeur de leur cible est sous-évaluée (Dong et al. 2003 ; Shleifer et Vishny, 2003 ; Rhodes-Kropf et al. 2005). Cette préoccupation de minimisation des coûts serait d'autant plus présente lorsque les dirigeants sont également actionnaires (Amihud et al. 1990 ; Martin, 1996 ; Datta et al. 2001). Ainsi lorsque l'opération est financée par actions, l'objectif serait de limiter le nombre d'actions à émettre pour modérer l'effet dilutif de l'arrivée de nouveaux actionnaires (Erickson et Wang, 1999 ; Da Silva Rosa et al. 2000 ; Abdul Rahman et Abu Bakar, 2002 ; Heron et Lie, 2002 ; Koumanakos et al. 2005 ; Baik et al. 2007 ; Botsari et Meeks, 2008).

Erickson et Wang (1999) sont les premiers à étudier les choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés acquéreuses dans des opérations de rapprochement financées par un échange d'actions. Ceux-ci montrent qu'en gérant les résultats de la société acquéreuse à la

⁵⁰ Pour rappel, le règlement CRC 2004-01 précise que la société dont l'actionnaire principal avant l'opération devient (ou reste) l'actionnaire principal de l'ensemble (ou de l'absorbante) après l'opération est la société initiatrice.

hausse avant la réalisation de l'opération de rapprochement, les dirigeants influencent positivement la valeur des titres de leur société, notamment les cours boursiers (un des critères de parité), et ainsi diminuent le nombre d'actions à échanger. Leur étude porte sur un échantillon de 55 firmes acquéreuses américaines entre 1985 et 1990. Ils obtiennent des ajustements comptables discrétionnaires équivalents à 2,3% du total d'actif. Pour ces auteurs deux motivations viennent justifier ces comportements : la minimisation de la probabilité de dilution des bénéfices par action et la minimisation de la dilution des droits de vote et du contrôle des actionnaires préexistants. Ils considèrent en outre que le degré de gestion des résultats est une fonction croissante des bénéfices économiques attendus de ce type de comportement. Plus concrètement, ils postulent que plus la taille relative de la transaction, c'est-à-dire le rapport entre le prix de la cible et la valeur de l'acquéreuse, est grande plus les enjeux en terme de réduction du nombre d'actions à émettre sont importants. Ils postulent aussi que plus la part de détention du capital des dirigeants est élevée, plus ceux-ci sont concernés par les effets dilutifs et plus ils adoptent des choix comptables et financiers augmentant la valeur de leur société. Leurs résultats permettent de montrer un lien positif et significatif entre le niveau de gestion des résultats et le rapport des valeurs des sociétés participantes ainsi qu'un lien positif mais non significatif entre le niveau de gestion des résultats et le pourcentage de détention des dirigeants.

Plus récemment, Abdul Rahman et Abu Bakar (2002), Baik et al. (2007) puis Botsari et Meeks (2008) confirment l'existence d'une gestion à la hausse des résultats de la part des sociétés acquéreuses avant une prise de contrôle, et ce dans des contextes nationaux différents. Les premiers étudient un échantillon composé de 125 opérations financées par échange d'actions et de 158 opérations financées par *cash* intervenues sur la période de 1991 à 2000 sur le marché malaysien. Leurs résultats montrent une gestion à la hausse des résultats à hauteur de 12,6% du total d'actif pour les opérations financées par actions. Les seconds observent un échantillon de 1507 opérations intervenues entre 1990 et 1998 et concernant des sociétés acquéreuses américaines. Leurs résultats font apparaître une gestion des chiffres comptables positive et statistiquement significative (moyenne = 0,558 et médiane = 0,152). Enfin, les troisièmes observent 55 sociétés cotées acquéreuses entre 1997 et 2001 sur le marché britannique et estiment la gestion des résultats à environ 3% du total d'actif.

A l'inverse, Da Silva Rosa et al. (2000), Heron et Lie (2002) puis Koumanakos et al. (2005) n'ont pu obtenir de résultats probants. Ces différents groupes de chercheurs n'ont ainsi pu démontrer l'existence d'un comportement visant à améliorer les résultats et ce quel que soit le mode de financement (*cash* et/ou actions). L'étude de Da Silva Rosa et al.

(2000) porte respectivement sur un échantillon de 57 et 112 sociétés australiennes à l'initiative d'offres financées par actions et d'offres financées par *cash* entre 1990 et 1998. Celle d'Heron et Lie (2002) analyse 657 sociétés cotées américaines acquéreuses entre 1985 et 1997. Quant aux travaux de Koumanakos et al. (2005), ils portent sur 42 sociétés acquéreuses grecques à l'initiative d'offres publiques sur la période de 2001 à 2003.

D'autres études (Shivakumar, 2000 ; Louis, 2004 ; Francoeur et Rakoto, 2007) ont tenté de lier la politique comptable des dirigeants avant des offres publiques et la réaction des marchés au moment de l'annonce des opérations et après celles-ci. Pour Shivakumar (2000), l'adoption de choix comptables et financiers augmentant la valeur de leur entreprise correspond à une réponse rationnelle de la part des dirigeants aux corrections à la baisse qu'opèrent les marchés sur la valeur de toutes les sociétés à l'initiative d'une prise de contrôle. En effet, celui-ci postule que les marchés anticipent le comportement manipulateur des dirigeants et diminuent par conséquent la valeur des titres desdites sociétés. Aucune distinction n'étant opérée par les marchés entre les sociétés procédant à des ajustements comptables et celles n'en n'effectuant pas, les dirigeants se retrouvent lésés s'ils n'augmentent pas artificiellement la valeur de leur société dans la mesure où la diminution de la valeur de leur société accroît le nombre d'actions à émettre. A partir d'un échantillon de 1222 offres publiques américaines intervenues entre 1983 et 1992, cet auteur établit un lien négatif et significatif entre les rendements anormaux autour de l'annonce de l'opération et le niveau de gestion des résultats, validant ainsi son hypothèse.

Quand à Louis (2004) puis Francoeur et Rakoto (2007), ceux-ci considèrent que l'adoption d'ajustements comptables avant l'opération peut expliquer les faibles performances du nouvel ensemble après l'opération, ceci en raison du renversement des choix comptables et financiers (hypothèse de la contrainte temporelle présentée dans la section précédente). A partir de l'examen de 236 opérations par échange d'actions et de 137 opérations financées par *cash* entre des sociétés cotées américaines de 1992 à 2000, Louis (2004) montre des ajustements comptables avant l'annonce d'une opération financée par échange d'actions positifs et significatifs (médiane = 0,740) ainsi qu'un lien négatif et significatif de ceux-ci avec les rendements anormaux estimés jusqu'à 3 ans après l'opération. Francoeur et Rakoto (2007) confirment ces résultats sur un échantillon de 142 offres publiques d'achat et 95 offres publiques d'échange ou mixtes sur le marché canadien intervenues entre 1993 et 2000. Leurs résultats font apparaître une gestion des données comptables de l'ordre de 4% du total d'actif pour les offres publiques d'échange ainsi qu'un lien significatif et négatif avec les rendements anormaux jusqu'à 36 mois après l'opération.

Ces résultats vont toutefois à l'encontre des hypothèses formulées par d'autres chercheurs (Jensen, 1986 ; Roll, 1986 ; Schleifer et Vishny, 1989 ; Morck et al. 1990). Si les études précédentes considèrent que les dirigeants des sociétés engagées dans des opérations de prise de contrôle sont tentés d'adopter des comportements comptables destinés à maximiser la valeur de leur entreprise pour limiter le coût de l'opération, d'autres considèrent que les prises de contrôle ne visent pas à maximiser les intérêts des actionnaires mais uniquement ceux des dirigeants. Selon l'hypothèse de Jensen (1986), les managers disposant de liquidités inemployées abondantes (théorie du *Free Cash-flow*) sont prêts à investir dans des projets de fusion-acquisition indépendamment du coût et de la rentabilité future de l'opération plutôt que de conserver ces liquidités ou d'en faire bénéficier les actionnaires. L'objectif est alors d'accroître la taille de l'entreprise pour renforcer le prestige, la notoriété, la rémunération ainsi que les avantages en nature des dirigeants (Mueller, 1969, Morck et al. 1990). Par ailleurs, l'opération peut être un outil d'enracinement pour les dirigeants notamment par la complexification de la structure rendant indispensables leurs compétences spécifiques et créant ainsi une dépendance de l'entreprise à leur égard (Schleifer et Vishny, 1989). Selon l'hypothèse d'*hubris* (Roll, 1986), l'arrogance, l'excès de confiance et la fierté des dirigeants peuvent également être des éléments justifiant les opérations de regroupement d'entreprises et la surestimation des gains qui peuvent en découler. Ils sont à l'origine du versement d'un prix excessif aux actionnaires de la cible et par conséquent la cause de transferts de richesses des actionnaires de l'initiatrice vers ceux de la cible (Walker, 2000 ; Hietala et al. 2003). Ces dernières recherches autorisent donc également à présumer que le comportement comptable des dirigeants peut avoir d'autres motivations que la seule maximisation de l'intérêt de leurs actionnaires.

1.2. Politique comptable des sociétés cibles de prise de contrôle

Le comportement comptable des dirigeants des sociétés cibles peut amplifier les transferts de richesses. Plusieurs études relatives aux sociétés cibles de prise de contrôle (Annexe 5) soulignent que les dirigeants adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent la valeur de leur société avant une prise de contrôle (Groff et Wright, 1989 ; Christie et Zimmerman, 1994 ; Sundgren, 2003). En effet, Groff et Wright (1989) ainsi que Christie et Zimmerman (1994) examinent successivement 3 choix comptables pouvant permettre de moduler les résultats (choix des méthodes d'amortissement, d'évaluation des stocks et de comptabilisation des crédits d'impôts sur investissement). A partir d'échantillons de 79 sociétés américaines cibles d'une prise de contrôle entre 1975 et 1979 pour les premiers et de 543 sociétés cibles américaines entre 1981 et 1989 pour les seconds, ils constatent que

les dirigeants optent pour des choix maximisant les résultats. Sundgren (2003) étudie quant à lui 323 sociétés cibles finlandaises entre 1998 et 2000 et conclue à des ajustements comptables équivalents à plus de 3% du total d'actif.

Pour Erickson et Wang (1999) puis North et O'Connell (2002), ce type de comportement des dirigeants des sociétés cibles vise à maximiser le nombre d'actions que vont obtenir les actionnaires desdites sociétés. Erickson et Wang (1999) observent sur un échantillon 55 sociétés cibles américaines entre 1985 et 1990 des ajustements comptables améliorant les résultats de 1,6% du total d'actif mais non statistiquement significatifs. Ils expliquent ces résultats par la capacité des sociétés acquéreuses à gérer le *timing* de l'opération, les sociétés cibles ne disposant alors de temps suffisant pour améliorer leurs comptes. À l'inverse, le travail de North et O'Connell (2002) aboutit à des résultats significatifs qui mettent en évidence que lorsque l'opération est financée par actions, les dirigeants sont plus incités à adopter des choix comptables et financiers améliorant la valeur de leur entreprise. En effet, à partir de l'analyse de 160 offres financées par actions et 161 offres financées par *cash*, ils obtiennent des ajustements comptables s'élevant à 1,26% du total d'actif le trimestre précédent le déclenchement d'opérations financées par actions alors que ceux-ci sont non significatifs pour les opérations financées par *cash*.

Pour DeAngelo (1988), Easterwood (1998) et Eddey et Taylor (1999), ce type de comportement peut davantage viser à améliorer la rémunération des dirigeants avant l'opération, à diminuer les risques de perte de leur emploi ou bien à faire échouer une offre qu'ils jugent insuffisante. Easterwood (1998) teste l'hypothèse selon laquelle les dirigeants chercheraient à préserver leur emploi, elle opère pour cela une distinction entre les opérations à caractère hostile et amical. En effet, conformément à la littérature relative au caractère disciplinaire des prises de contrôle, celle-ci postule que les dirigeants étant plus susceptibles de perdre leur poste lors des prises de contrôle hostiles, ils sont plus incités à adopter des choix comptables et financiers améliorant la performance de l'entreprise et témoignant ainsi de leur bonne gestion. Elle valide cette hypothèse en observant des ajustements comptables discrétionnaires positifs et significativement plus importants dans les opérations hostiles que ceux constatés pour des sociétés de contrôle n'ayant pas fait l'objet d'une telle opération.

Eddey et Taylor (1999) s'intéressent également à la politique comptable des dirigeants mais dans le contexte australien des prises de contrôle. La particularité de ce contexte réside dans la réglementation qui exige des dirigeants qu'ils émettent une opinion à destination des actionnaires sur les termes de l'opération. Pour ces auteurs, les dirigeants

qui s'opposent à une offre vont adopter une politique comptable améliorant les résultats afin de dissuader les actionnaires d'approuver une offre qui pourrait nuire à leurs propres intérêts. A l'inverse, ceux qui acceptent une offre peuvent adopter une politique comptable diminuant les résultats afin d'abaisser le prix offert par l'initiatrice. L'idée sous-jacente est qu'en procédant ainsi les dirigeants cibles permettent à la société initiatrice de proposer une offre sous-évaluée contraire aux intérêts des actionnaires de la cible dont la contrepartie se traduit par le prolongement des postes des dirigeants dans le nouvel ensemble⁵¹. L'examen de 43 sociétés australiennes cibles d'offres publiques entre 1986 et 1991 ne permet pas à *Eddey et Taylor (1999)* de valider leurs hypothèses. Les ajustements comptables qu'ils observent sont en cas d'approbation des dirigeants non significatifs et contraires à leurs prédictions dans le cas d'un rejet. Ils sont dans ce dernier cas significatifs mais négatifs.

Contrairement à ces derniers, *Missonier-Piera et Ben-Amar (2007)* parviennent à montrer l'existence d'ajustements comptables minorant le montant des résultats des sociétés cibles dans le cadre d'offres publiques d'achat amicales suisses. En analysant un échantillon de 50 sociétés cibles entre 1990 et 2002, ces auteurs observent une gestion des résultats à la baisse de l'ordre de 3,5% du total d'actif. Ce comportement traduirait la volonté des dirigeants de faciliter la transaction même si cela conduit à minorer le prix offert pour les titres de leurs actionnaires.

Au final, les travaux relatifs à la politique comptable des dirigeants des sociétés cibles de prise de contrôle, même si leurs résultats diffèrent quant au sens des effets des choix comptables opérés, consentent à reconnaître l'existence de choix visant à modifier la perception de la valeur de ces entreprises.

2. Politique comptable des dirigeants dans les opérations de restructuration ou de fermeture du capital

Le contexte des restructurations se distingue substantiellement de celui des prises de contrôle. Les conditions de survenance spécifiques aux restructurations sont donc d'abord évoquées (§2.1). Ensuite, les travaux traitant des pratiques comptables des dirigeants lors de ces opérations sont présentés (§2.2).

⁵¹ Les propos de *Shleifer et Vishny (2003)* rejoignent cette idée dans la mesure où ils considèrent que les dirigeants des sociétés cibles peuvent être favorables à une offre sous-évaluée dans les cas où les acquéreurs ont consenti des avantages personnels aux dirigeants de la société cible (octroi de stock-options, indemnités de départ généreuses ou poste dans le nouvel ensemble).

2.1. Le contexte des restructurations

Le cas des sociétés ayant préalablement des liens en capital conférant le contrôle constitue un contexte particulier. Une des sociétés (l'initiatrice) est en effet capable d'imposer les termes de l'opération en raison du contrôle en droits de vote exercé sur l'autre partie (la cible) (Bebchuk et Kahan, 1999). La négociation entre les sociétés y est logiquement déséquilibrée puisque la société qui détient le contrôle obtiendra le vote de la résolution permettant la fusion (Slovin et Sushka, 1998). Cette situation se présente dans le contexte français dans la mesure où il n'existe pas de dispositif permettant aux minoritaires de véritablement influencer sur la réalisation de l'opération de fusion⁵². Dans ces conditions, les minoritaires peuvent être contraints de sortir du groupe à travers les opérations d'acquisition et de retrait (OPR, OPR-RO).

Par ailleurs, si dans les prises de contrôle, l'indépendance des sociétés participantes amène les dirigeants de chacune d'entre elles à tenter de négocier les termes de l'opération permettant d'obtenir ou conserver le contrôle. Dans les restructurations ou fermetures du capital, la négociation n'a de toute manière pas pour effet de remettre en cause le contrôle des actionnaires majoritaires, l'opération ne portant que sur une part mineure du capital et des droits de vote. En outre, les restructurations ne vont pas modifier la taille du groupe et ne devraient pas permettre aux dirigeants initiateurs de renforcer de manière substantielle leur enracinement et leur notoriété. Aussi, si les conflits d'intérêts pour les prises de contrôle interviennent essentiellement entre les actionnaires et les dirigeants des sociétés initiatrices et ceux des sociétés cibles, pour les restructurations, ceux-ci opposent désormais essentiellement les actionnaires majoritaires aux actionnaires minoritaires de la cible.

Thauvron (2000a, p.93) souligne notamment qu'il peut exister une « unicité entre les directions » des sociétés participantes qui justifie alors l'absence de négociations véritables. Deux situations peuvent être envisagées. La première, lorsque l'opération ne fait intervenir qu'une seule et même équipe dirigeante à la tête des deux sociétés participantes, explique l'absence d'une négociation effective. Pour qu'il y ait négociation, deux parties au moins doivent s'affronter. La seconde a trait à l'inverse au cas où deux directions distinctes persistent dans les sociétés mère et fille. Dans la mesure où les dirigeants de la

⁵² Aux Etats-Unis, la majorité des droits de vote (50%) est normalement requise mais certains Etats prévoient l'exclusion du vote des actionnaires majoritaires intéressés lors de l'assemblée générale de la cible. En Grande-Bretagne, les actionnaires parties à l'opération qui détiennent plus de 10% des droits de vote de la société absorbée ne peuvent prendre part au vote dans l'assemblée générale de celle-ci (Rapport Naulot, 2005).

filiale ont préalablement (avec la prise de contrôle) été nommés (ou conservés) par les initiateurs actionnaires majoritaires, ils ont tout intérêt à agir de concert avec ces derniers. Les conflits d'intérêts entre les dirigeants de la filiale et ceux de la mère semblent relativement limités, voire marginaux dans cette phase du processus de rapprochement. En facilitant le déroulement de l'opération à moindre coût pour les majoritaires, les dirigeants de la cible ne chercheraient pas à accomplir leur devoir fiduciaire à l'égard des minoritaires en négociant un prix qui soit le plus élevé possible mais plutôt agir dans l'intérêt de l'initiateur voire du groupe dans son ensemble. L'opération peut à cette occasion servir indirectement leur stratégie de carrière interne au sein du groupe.

2.2. Les pratiques comptables des dirigeants lors des restructurations

En matière de politique comptable (Annexe 6), Thauvron (2000a, 2000b) soutient que les sociétés initiatrices de restructurations ou de fermetures de capital (offres publiques simplifiées, OPR, OPR-RO) manipulent à la baisse les résultats de leur filiale cible afin de proposer aux actionnaires minoritaires un prix d'offre minimisé. Considérant que ces sociétés doivent en moyenne connaître un taux de croissance constant de leurs résultats, il teste, à partir d'un échantillon de 95 sociétés françaises cibles d'une offre publique entre 1994 et 1997, si les résultats nets ainsi que leurs variations sont systématiquement moindres l'année dont les comptes servent de référence pour déterminer le prix de l'opération que ceux constatés les années précédentes. Ses travaux soutiennent cette hypothèse puisque les résultats et leurs variations sont en moyenne en baisse pour l'échantillon étudié. L'auteur ne parvient toutefois pas à identifier avec précision les choix comptables et financiers mis en œuvre pour diminuer le niveau des résultats, l'observation de l'évolution des dotations aux amortissements, des variations du besoin en fonds de roulement et du ratio excédent brut d'exploitation / chiffre d'affaires ne faisant pas apparaître des différences de moyennes significatives. Cette situation a poussé l'auteur à formuler trois hypothèses alternatives explicatives de la baisse des résultats : une gestion du *timing* de l'opération consistant à déclencher l'opération au moment le plus opportun pour l'initiatrice, une gestion intra-groupe au moyen des prix de transfert permettant de localiser les résultats, ainsi que l'effet taille des dotations aux amortissements et provisions dans la mesure où une très faible variation de celles-ci peut modifier fortement le niveau de résultat.

Thauvron (2000a, 2000b), Trébucq (2005) puis Asano et al. (2007) laissent aussi entendre que les dirigeants de la société initiatrice peuvent, lorsque l'opération est financée par actions, adopter des choix comptables maximisant la valeur de leur entreprise permettant là

aussi de minimiser le coût de l'opération, en permettant d'obtenir une parité plus favorable à l'initiatrice de l'offre. Asano et al. (2007) étudient un échantillon de 110 sociétés acquéreuses japonaises sur la période de 1999 à 2004 et obtiennent des résultats conformes à cette hypothèse puisqu'ils montrent que les sociétés acquéreuses dans les opérations de restructuration adoptent des choix comptables et financiers augmentant la valeur de leurs résultats entre 2 et 6 % du total d'actif selon les modèles d'estimation utilisés. A l'inverse, ils n'obtiennent pas de résultats significatifs pour les prises de contrôle. De cette littérature il ressort donc que les dirigeants initiateurs disposent de deux moyens d'action pour minimiser le coût de l'opération, l'un passe par une maximisation de la valeur de l'initiatrice, alors que l'autre passe par une minimisation de la valeur de la cible. Selon Grossman et Hart (1980), Thauvron (2000a) puis Bates et al. (2004), l'objectif recherché est d'opérer un transfert de richesses des actionnaires minoritaires au profit de l'actionnaire majoritaire de la société initiatrice.

L'hypothèse de minimisation de la valeur de la société cible va dans le sens des prédictions des travaux réalisés dans le cadre des MBO (Annexe 7). En effet, ces opérations conduisant au rachat des actions de l'entreprise par ses dirigeants, il est possible d'effectuer un rapprochement entre la logique de celles-ci et celle prévalant dans le contexte des fusions-absorptions entre une société mère et sa fille. Dans le cas d'espèce, il s'agit alors du « rachat » des actions des minoritaires de la filiale cible par le majoritaire, la société mère dirigeante. L'objectif va dès lors être comme pour le MBO, de minimiser le prix de rachat de la cible via une gestion à la baisse de ses résultats (DeAngelo, 1986 ; Perry et Williams, 1994 ; Wu, 1997 ; Le Nadant, 1999).

DeAngelo (1986) est l'une des premières à tester ce type de comportement comptable des dirigeants dans les opérations de MBO. Celle-ci étudie un échantillon de 64 sociétés cibles ayant fait l'objet d'un MBO au cours de la période 1973-1982 mais ne parvient pas à observer une variation dans le niveau des choix comptables et financiers. Ses résultats n'étant donc pas statistiquement significatifs, ils ne permettent pas de corroborer ces prédictions.

Perry et Williams (1994) ont à l'inverse obtenu des résultats significatifs validant l'hypothèse d'une gestion à la baisse des résultats de la société cible par les dirigeants initiateurs. Si en reprenant l'échantillon initialement utilisé par DeAngelo (1986), ils ne parviennent pas eux non plus à obtenir des résultats probants, à partir de l'étude d'un nouvel échantillon composé de 175 sociétés cibles d'un MBO entre 1981 et 1989, ils

montrent une gestion à la baisse des résultats significative et équivalente à 3,8% du total d'actif. Ils concluent donc à la non représentativité de l'échantillon de DeAngelo (1986).

Quelques années plus tard, Wu (1997) examine également les comportements comptables des dirigeants sur un échantillon de 87 MBO intervenus entre 1980 et 1987. En observant les changements de résultats des sociétés ajustés au niveau du secteur d'activité desdites sociétés, il constate une baisse significative et systématique des résultats l'année précédant l'opération équivalente à 2,2% de la capitalisation boursière des firmes. Il conforte cette analyse en obtenant par ailleurs une gestion à la baisse des résultats à hauteur de 1,82% du total d'actif. En reprenant à son tour l'échantillon de DeAngelo, il note une diminution significative des résultats à l'approche de l'opération lorsque ceux-ci sont ajustés au niveau du secteur (moyenne -1,6% de la capitalisation boursière), contredisant en même temps la conclusion de Perry et Williams (1994) relative à la non représentativité de l'échantillon de DeAngelo (1986).

Quant à Le Nadant (1999), elle teste également cette hypothèse mais sur le marché français. Cependant contrairement aux études précédentes, elle ne parvient pas à obtenir des résultats significatifs et ce à partir de l'examen de l'évolution des résultats ainsi que qu'à partir de l'estimation du niveau de choix comptables et financiers discrétionnaires d'un échantillon de 60 sociétés cibles d'un MBO entre 1994 et 1997. En effet, celle-ci observe des résultats en hausse l'année précédant l'opération et une gestion des résultats positive et non significative. Finalement, même si les résultats relatifs aux comportements comptables des dirigeants dans les opérations de MBO restent contradictoires, ils n'en demeurent pas moins utiles à la compréhension des pratiques comptables des dirigeants dans les opérations de fusion-absorption. En effet, ils illustrent la préoccupation des actionnaires majoritaires (ici la société mère) qui tentent par le biais de l'opération de rapprochement de spolier les actionnaires minoritaires de la cible.

Conclusion de la section 2

La littérature comptable ayant montré l'influence de circonstances ponctuelles sur le comportement comptable des dirigeants, l'objectif de cette section était d'analyser les contextes voisins des fusions-absorptions afin de mieux appréhender la politique comptable des dirigeants dans ces opérations.

Grâce à la revue des pratiques comptables dans les prises de contrôle, nous avons pu mettre en évidence que dans l'ensemble les dirigeants des sociétés à l'initiative de telles opérations cherchent à augmenter leurs résultats avant leur déclenchement de sorte à augmenter la valeur de leur société et incidemment diminuer leur coût de financement. Cette préoccupation serait d'autant plus forte dans les opérations financées par actions puisque celles-ci sont à l'origine d'effets dilutifs compte tenu de l'arrivée des actionnaires de la société cible dans le capital de la société initiatrice. Ce point est particulièrement important dans la mesure où les opérations de fusion-absorption sont financées presque exclusivement par l'échange d'actions.

Cette revue a également fourni des éléments de compréhension des pratiques des dirigeants des sociétés cibles. Les résultats obtenus par les différents travaux sont moins unanimes que pour les sociétés initiatrices. Ils prédisent toutefois deux types de comportement : soit les dirigeants tentent d'améliorer la valeur de leur entreprise soit au contraire ils tentent de la diminuer. Dans le premier cas, l'objectif des dirigeants consiste à obtenir un prix ou un nombre d'actions de la société initiatrice le plus élevé possible pour les actionnaires ou bien, à satisfaire leurs intérêts personnels en se garantissant une meilleure rémunération ou une plus grande probabilité d'obtenir un poste dans le nouvel ensemble. Les travaux traitant de ces deux points sont relativement nombreux. Ils sont particulièrement intéressants pour notre recherche dans la mesure où les opérations de fusion-absorption sont nécessairement le fruit des confrontations entre les équipes dirigeantes des sociétés participantes. Dans le second cas, les études considèrent que les dirigeants cibles peuvent agir de connivence avec les directions adverses, diminuer la valeur de leur société et ainsi faciliter la transaction. En procédant ainsi, ils espèrent bénéficier d'avantages personnels plutôt que de permettre à leurs actionnaires de bénéficier d'une rémunération équitable. Les recherches traitant cette question sont toutefois relativement rares.

S'agissant des opérations impliquant des sociétés liées, la littérature suggère l'existence de choix comptables et financiers visant à augmenter la valeur de la société initiatrice d'une part et à diminuer la valeur de la société cible d'autre part. En effet, si les enjeux divergent

substantiellement de ceux entourant les prises de contrôle, la diminution du prix (ou parité) n'en demeure pas moins une question primordiale. La particularité de ces opérations repose essentiellement sur le fait que l'initiatrice, la société mère, est en mesure d'orchestrer tant la gestion de ses propres chiffres comptables que ceux de ses filiales. Les dirigeants de la société mère cherchant à minimiser le coût de l'opération, ils peuvent non seulement opter pour des choix comptables chez la société mère mais également imposer certains choix chez leurs filiales. Leur pouvoir d'actions étant étendu, ils peuvent plus facilement spolier les actionnaires minoritaires de la société cible.

Les déterminants des comportements comptables des dirigeants, qu'ils aient été initialement envisagés dans le cadre de la gestion courante de l'entreprise ou qu'ils soient spécifiques à des contextes voisins des fusions-absorptions, ont été exposés. Ils nous permettent à présent de proposer un modèle explicatif de la politique comptable des dirigeants dans les opérations de fusion-absorption, et ce du point de vue des sociétés absorbantes.

SECTION 3 : VERS UN MODELE EXPLICATIF DE LA POLITIQUE COMPTABLE DES DIRIGEANTS DES SOCIETES ABSORBANTES

Cette section a pour principal objectif la formulation des hypothèses destinées à répondre à notre question de recherche : **Est-ce que les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui visent à influencer la parité dans les fusions-absorptions françaises et quels sont les déterminants de ces choix ?**

A la lumière des précédents travaux, ce travail va défendre la thèse selon laquelle les opérations de fusion-absorption peuvent constituer un contexte propice à la mise en place de la part des dirigeants des sociétés absorbantes d'une politique comptable visant à modifier la perception des partenaires de la valeur de l'entreprise. En effet, ces opérations motivées par la recherche d'une meilleure efficacité économique, par l'opportunité financière et/ou bien par des conflits d'agence, influencent non seulement les relations des dirigeants avec leurs actionnaires et leurs créanciers mais aussi les relations de l'entreprise avec son environnement. Elles sont en outre la source d'enjeux et de conflits d'intérêts substantiels entre les dirigeants, les actionnaires et les autres partenaires des sociétés participantes qui placent la parité d'échange au cœur des préoccupations des différents acteurs.

Cette parité résultant de négociations entre les dirigeants des sociétés participantes, elle est l'illustration des rapports de force qui tiennent lieu entre les différentes parties en vertu de leurs intérêts respectifs. Les décisions lors des négociations s'appuyant sur la confrontation des valeurs relatives des sociétés et donc pour partie sur les informations comptables et financières transmises par les dirigeants, ces derniers ont tout intérêt à fournir une image de la situation de leur entreprise maximisant l'obtention de conditions avantageuses soit pour eux-mêmes soit pour leurs actionnaires. Dans un contexte d'asymétries informationnelles, les dirigeants des sociétés absorbantes disposant d'une marge de liberté relativement conséquente tant en matière de comptabilisation des transactions de l'entreprise qu'en matière de communication et de structuration de l'opération de fusion, ils peuvent délibérément adopter une politique comptable permettant de répondre à l'objectif susvisé.

La revue de la littérature nous a permis de dégager un certain nombre d'éléments explicatifs des comportements comptables des dirigeants. Certains ont trait au contexte spécifique des fusions-acquisitions alors que d'autres s'inscrivent dans la gestion plus

courante de l'entreprise. Nous nous basons sur cette littérature pour postuler de l'existence et des déterminants des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes dans les fusions françaises.

Afin d'y parvenir, deux phases successives sont envisagées. Il paraît difficile de comprendre un comportement donné et donc d'inférer des pratiques si dans les faits on n'a aucune connaissance concrète dudit comportement. La première phase consiste donc à définir le concept de politique comptable et à fournir une liste des principaux instruments de sa mise en œuvre dans le contexte des fusions-absorptions (§1). La seconde pose quant à elle les hypothèses de la recherche (§2).

1. Les instruments spécifiques de la politique comptable des dirigeants dans les fusions-absorptions

La comptabilité est un système de représentation de la situation économique de l'entreprise qui vise à répondre aux différents besoins d'information de ses partenaires afin d'asseoir leurs décisions. Les informations comptables sont non seulement au centre des relations contractuelles et politiques mais surtout au centre des conflits d'intérêts et des coûts qui en résultent. Déterminant les transferts de richesses entre les différents acteurs, la réglementation exige par conséquent de la comptabilité qu'elle procure une image sincère et fidèle de la réalité économique de l'entreprise. Cet objectif aussi louable soit-il a conduit le législateur comptable à laisser une certaine marge de liberté aux dirigeants dans la retranscription des événements de la vie de l'entreprise. Ne pouvant établir de règles permettant à la comptabilité de saisir toutes les opérations économiques, financières et juridiques de l'entreprise, celui-ci autorise sous certaines conditions l'exercice d'options pour évaluer et comptabiliser une même opération afin que les dirigeants puissent fournir une image sincère et fidèle de sa situation économique et financière de l'entreprise. La réalité cependant peut être toute autre puisque les enjeux entourant la communication des données comptables peuvent inciter les dirigeants à profiter de la latitude offerte par le législateur en matière d'interprétation, d'application des normes et donc d'élaboration des comptes pour servir leurs intérêts ou ceux de leurs actionnaires.

1.1. La politique comptable : un concept multi-facettes

La littérature utilise une multitude de vocables pour désigner les comportements comptables des dirigeants. Parmi ceux-ci, on retrouve fréquemment les expressions telles que politique comptable, comptabilité créative (*creative accounting*), habillage des

comptes (*window dressing*), gestion des résultats (*earnings management*), lissage des résultats (*income smoothing*), qui même si elles sont relativement proches ne renvoient pas exactement aux mêmes pratiques.

Casta (2000b) définit la politique comptable comme « l'ensemble des choix faits par les dirigeants sur des variables comptables qui conduisent, dans le respect des contraintes réglementaires, à façonner le contenu ou la forme des états financiers publiés ».

De cette définition il ressort que plusieurs objectifs peuvent être assignés à la politique comptable. En effet, à travers leurs choix dans la préparation et la communication des états financiers, les dirigeants sont déterminés soit à fournir une image de la situation et des performances de l'entreprise la plus sincère et fidèle possible soit au contraire à en fournir une représentation déformée. Dans ces deux cas, les actions entreprises par les dirigeants restent conformes aux normes comptables. Elles correspondent donc à des pratiques tout à fait légales, concertées et sous-tendues aux exigences susvisées des dirigeants.

Pour Saboly (1994), la politique comptable des dirigeants s'exerce à trois niveaux du processus de production des comptes : lors de leur élaboration, lors de leur présentation et lors de leur diffusion. Pour Casta (2000b), elle s'inscrit dans une double logique, celle d'optimiser les choix comptables (le fond) et celle d'optimiser la communication financière de l'entreprise avec son environnement (la forme). Les actions mises en œuvre concernent dans ces conditions essentiellement les choix des dirigeants en matière de méthodes d'évaluation et de présentation des états financiers, la sélection, le volume ainsi que le degré d'agrégation des informations communiquées, la date de leur divulgation puis éventuellement la publication volontaire d'informations facultatives (Chen et al. 2002 ; Martinez et Saboly, 2005 ; Rivière, 2007). Ces actions influencent non seulement les comptes annuels sociaux et consolidés, les rapports de gestion afférents, les comptes intermédiaires ainsi que les discours et communiqués de l'entreprise.

La politique comptable renvoie par conséquent à une définition large des pratiques des dirigeants. A l'inverse, la comptabilité créative s'inscrit dans une vision plus restrictive des pratiques et n'en constitue en ce sens qu'une composante particulière. Pour Stolowy (1994, 2000), la comptabilité créative se situe dans le prolongement de la politique comptable dans la mesure où elle représente un instrument d'amélioration ou de détérioration des comptes opérée au moyen d'options laissées par la normalisation comptable en termes de choix comptables au sens strict, de liberté d'appréciation et de subjectivité d'évaluation. Ses objectifs sous-jacents diffèrent en outre de ceux de la politique comptable puisqu'elle

visé systématiquement à éviter ou contourner les normes comptables et les limites juridiques et organisationnelles de l'entité (Casta, 2000b). Elle renvoie au désir des dirigeants d'induire en erreur les investisseurs en leur présentant ce qu'ils veulent soit voir soit entendre (Stolowy et Breton, 2003). Elle se distingue donc de la politique comptable dont la visée n'est pas nécessairement de tromper les partenaires. Elle s'en différencie également au regard de son champs d'application car elle influence seulement la mesure du résultat, on parle dans ce cas de gestion des résultats au sens strict, et/ou la présentation (ou structure) des états financiers (compte de résultat et bilan), on parle alors d'habillage des comptes (Albouy et Perier, 2003).

La gestion des résultats est sans conteste la forme de politique comptable qui a fait l'objet du plus grand nombre de travaux académiques. Selon Dechow et Skinner (2000), la gestion des résultats est étroitement liée aux principes de la comptabilité d'engagement⁵³ censée aider les investisseurs à évaluer la performance économique de l'entreprise pour un exercice donné. En effet, les principes de reconnaissance des produits et charges (*revenue recognition*) et de rattachement des charges aux produits de l'exercice (*matching principle*) sous-jacents à la comptabilité d'engagement, s'ils n'impliquent pas de décalages entre les résultats et les flux de trésorerie à long terme, le sont à court terme (pour un exercice). Pour Stolowy et Breton (2003), la gestion des résultats constitue un mode de traitement de ces décalages.

Les chercheurs, selon les études, ont retenu une définition tantôt stricte tantôt plus extensive de la notion de gestion des résultats. Parmi les plus fréquemment citées, on trouve celle de Schipper (1989). Celle-ci adopte une définition relativement large de la gestion des résultats et l'associe à « une intervention délibérée du manager dans le processus d'information financière externe dans le but de s'approprier des gains privés ». Cette définition extensive, reprise par Cormier et Magnan (1995), prend en compte la communication financière dans son ensemble en intégrant non seulement les actions influençant le résultat comptable mais aussi celles modifiant les postes de bilan. Ces actions sont associées à un comportement opportuniste des dirigeants.

Healy et Whalen (1999) considèrent quant à eux qu'il y a gestion des résultats dès lors que « les dirigeants utilisent leur latitude discrétionnaire dans le processus de comptabilité financière et la structuration des transactions pour modifier les états financiers soit pour induire en erreur certaines parties prenantes sur les performances réelles de l'entreprise,

⁵³ La comptabilité d'engagement enregistre les transactions de l'entreprise dès qu'elles sont engagées contrairement à la comptabilité de trésorerie qui les enregistre lors de leur dénouement monétaire, soit lorsqu'elles sont encaissées ou décaissées.

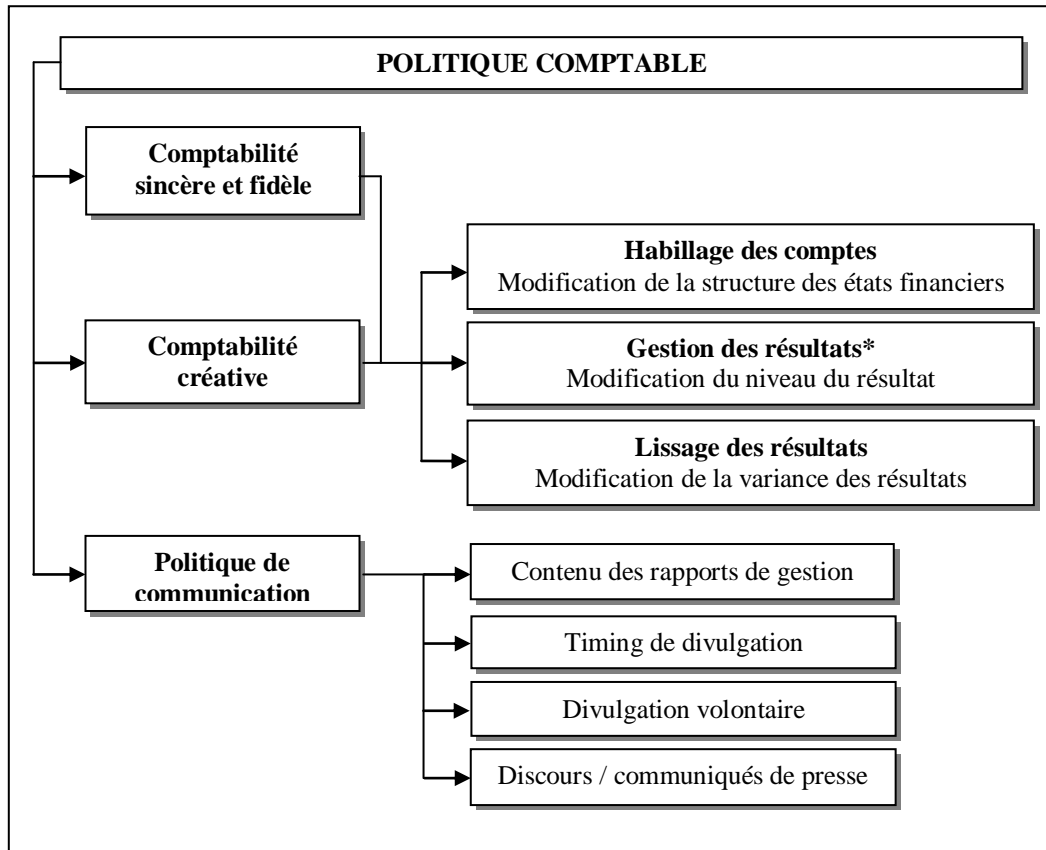
soit pour influencer les enjeux contractuels qui reposent sur les nombres comptables ». Contrairement à la précédente, cette définition précise explicitement les modes d'actions de la gestion des résultats. Il peut s'agir de choix strictement comptables de méthodes d'enregistrement, d'évaluation ou de présentation mais aussi de choix réels liés à des décisions d'exploitation, de financement ou d'investissement qui vont influencer sur les flux de trésorerie de l'entreprise⁵⁴. Cette définition renvoie là encore aux motivations des dirigeants en dépassant toutefois la prise en compte unique des intérêts personnels de ces derniers. Elle postule enfin l'existence d'une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les autres parties prenantes, lesquelles seraient incapables de détecter leurs pratiques.

Degeorge et al. (1999) adoptent une définition plus restrictive du concept de gestion des résultats dans la mesure où ils n'intègrent que les actions modifiant les bénéfices. Pour eux, la gestion des résultats correspond à « l'utilisation de la discrétion managériale pour influencer le résultat diffusé auprès des parties prenantes ». Cette définition si elle suggère l'influence de la gestion des résultats sur les perceptions et les décisions des parties prenantes ne fait plus expressément référence aux motivations des dirigeants. Ces derniers n'adopteraient pas nécessairement un comportement opportuniste mais pourraient aussi avoir un désir d'efficacité des contrats ou de signal (Jeanjean, 2002, p.7).

La littérature distingue généralement la gestion des résultats du lissage des résultats. Si les techniques qu'ils mobilisent sont identiques, leur finalité diffère quelque peu. Selon Ronen et Sadan (1975), le lissage des résultats a pour mission de réduire les fluctuations de résultats par référence à un niveau de résultat qui est considéré comme normal pour la firme. Pour Chalayer (1995), il s'agit d'un « ensemble de pratiques qui sont délibérément appliquées afin de publier une série de résultats présentant une variance réduite » et qui permettent d'atténuer l'incertitude perçue des *cash-flows* futurs de l'entreprise. A l'inverse, la gestion des résultats n'intègre pas nécessairement la notion de constance et peut répondre à la volonté des dirigeants pour une année donnée d'augmenter ou diminuer les résultats, sans qu'ils se soucient des années antérieures ou ultérieures. La figure n°2.1 propose une articulation des principales composantes de la politique comptable.

⁵⁴ Au-delà du simple jeu d'écritures des choix comptables, les décisions de gestion peuvent aussi avoir pour objet de modifier le niveau des résultats. Celles-ci portent par exemple sur le niveau de production qui peut permettre de gonfler la production vendue (Plummer et Mest, 2001), immobilisée ou stockée, sur la gestion des approvisionnements qui peut permettre d'ajuster la valeur des stocks de matières et marchandises, sur des décisions d'acquisitions (cas du crédit-bail par exemple) ou de cessions d'actifs (Bartov, 1993 ; Mard et al. 1996 ; Poitras et al. 2002 ; Herrmann et al. 2003) permettant de dégager des plus ou moins values (cessions classiques, cas de cessions-bails, des opérations de réméré, etc.).

Figure n°2.1 : Principales composantes de la politique comptable des dirigeants



*(au sens strict)

L'étude de la politique comptable des dirigeants appelle deux remarques sur la façon dont les investisseurs réagissent face aux données comptables. La première relative à l'hypothèse d'efficience (Fama, 1965) suggère que les cours boursiers reflètent pleinement l'ensemble des informations comptables existantes, dès lors qu'elles sont disponibles et à un faible coût. Selon cette hypothèse, les chiffres comptables ont un impact sur le prix des titres à partir du moment où ils fournissent une information nouvelle sur le montant ou le niveau de risque des *cash-flows* futurs. En outre, les intervenants sur le marché étant rationnels, ils sont supposés être capables de distinguer la part des chiffres comptables qui résulte de facteurs économiques de celle consécutive à l'exercice d'options comptables (Mard, 2002). Le marché connaissant les « vraies » données (Stolowy et Breton, 2003), il constitue la meilleure estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Dans ce contexte, la politique comptable orientée vers une déformation de l'image de l'entreprise paraît inutile. Les tests empiriques qui valident généralement l'hypothèse d'efficience dans sa forme faible ou semi-forte indiquent cependant que si les marchés sont rationnels d'un point de vue global, cela n'implique pas nécessairement la rationalité de tous les intervenants. Dans cette perspective, une politique comptable tentant de modifier les perceptions des agents peut avoir plus ou moins de succès (Breton et Schatt, 2000) et semble alors mieux justifiée (Stolowy et Breton, 2003).

La seconde remarque a trait à l'hypothèse de fixation fonctionnelle selon laquelle les investisseurs « naïfs », c'est-à-dire non formés à la comptabilité (Watts et Zimmerman, 1986, p.160), sont incapables d'interpréter l'information comptable pour valoriser correctement l'entreprise. Ces individus ne se fixent en substance que sur un nombre restreint de chiffres comptables, notamment le résultat, et interprètent ces chiffres sans tenir compte des méthodes mises en œuvre pour les obtenir (Foster, 1986, p.304). Dans ces conditions, ces derniers, influencés par une politique visant à modifier les chiffres comptables, pourront facilement être induits en erreur. Cette hypothèse a été validée à plusieurs reprises, dont notamment par Sloan (1996), Teoh et al. (1998a, b) puis récemment Cormier et Martinez (2006). Elle est toutefois discutée dans le sens où si certains investisseurs ne sont pas en mesure de retraiter les données comptables, ils ne sont pas tous nécessairement irrationnels (Cormier, 2007, p.426). D'une part, de nombreux investisseurs sur les marchés financiers disposent des compétences nécessaires à ce traitement, ils sont donc en mesure de discerner les pratiques comptables des dirigeants (Hand, 1990). De l'autre, des investisseurs peuvent faire appel à des personnes qui le sont. Dans ce cas, la fixation fonctionnelle peut résulter du coût élevé du traitement de l'information et finalement de l'arbitrage (entre coût d'accès aux données comptables retraitées et coût du risque d'être induit en erreur qu'ils sont prêts à supporter) personnel opéré par des investisseurs rationnels (Tinic, 1990).

Finalement, si les marchés sont considérés comme globalement efficaces (notamment dans la forme semi-forte) et les individus majoritairement rationnels, l'existence à un moment donné d'une asymétrie d'informations entre les dirigeants et les autres parties prenantes de l'entreprise peut inciter les dirigeants à adopter des pratiques comptables opportunistes ou efficaces. Les moyens d'action des dirigeants étant multiples, leur détection n'est par conséquent pas une chose aisée. Le paragraphe suivant recense les principaux choix comptables et financiers qui peuvent être opérés par les dirigeants dans le contexte des fusions-absorptions.

1.2. La politique comptable : une pratique aux instruments multiples

Si le choix du terme politique comptable a été préféré jusqu'à présent, c'est parce qu'il renvoie à une définition large des pratiques des dirigeants. En effet, si la littérature fait principalement référence à la gestion des résultats, nous considérons que les comportements des dirigeants dépassent dans le cadre des fusions la définition stricte des choix visant à modifier uniquement le niveau de résultat. Leurs actions peuvent selon nous être regroupées en deux catégories. Les premières renvoient aux instruments généraux de

la gestion des résultats au sens large (§1.2.1), les secondes portent quant à elles sur les choix relatifs aux critères de parité appliqués à la société absorbante (§1.2.2).

1.2.1. La gestion des résultats au sens large du terme

La parité d'échange est le fruit de négociations entre les dirigeants fondées sur la confrontation des valeurs relatives des sociétés participantes à l'opération de fusion. Si la réglementation n'impose pas de règle stricte quant à la détermination de la parité, c'est pour répondre au souci de représentation des intérêts des différentes catégories d'actionnaires en présence. La parité déterminant le nombre d'actions que la société absorbante va devoir émettre pour rémunérer les apports des actionnaires de la société absorbée, elle constitue le prix de l'opération et définit la géographie du capital et des droits de vote à l'issue de l'opération. A ce titre, elle devrait normalement être le reflet d'une opération juste et équitable pour tous les actionnaires. Pour autant dans les faits, force est de constater que cela n'est pas toujours le cas.

Si le rapport de force entre les directions joue forcément dans l'obtention de la parité finale, la question des éléments servant de références à leurs négociations est tout autant importante. Ainsi, conformément à la littérature relative aux contextes proches des fusions-absorptions, les dirigeants peuvent chercher à modifier la valeur de leur société afin d'influer sur le nombre d'actions qui seront émises et sur leurs perspectives d'avenir au sein du groupe. La revue des travaux principalement anglo-saxons renvoie presque exclusivement à la gestion des résultats au sens strict du terme (Degeorge et al. 1999). La littérature postule en substance un contenu informationnel du niveau de résultat pour la fixation des cours de bourse. Suggéré de manière explicite par les travaux d'Erickson et Wang (1999) et Shivakumar (2000), le comportement comptable des dirigeants modifiant le niveau de résultat viserait à influencer la valeur boursière des titres de leur société servant à déterminer la parité. En effet dans le contexte anglo-saxon, le ratio d'échange ne résulte pas nécessairement d'une approche multicritères telle qu'exigée en France. Les marchés étant considérés comme efficients (dans la forme semi-forte), le cours est censé refléter la meilleure estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise, les parités sont donc logiquement déterminées sur la base de ce critère.

Dans le contexte français, l'approche multicritères amène les dirigeants à non seulement s'appuyer sur les cours boursiers mais également sur d'autres critères issus directement des états financiers publiés pour comparer les sociétés (par exemple les résultats d'exploitation, courant ou net, l'actif net, l'actif net réévalué, etc). Dans ces conditions, les dirigeants

peuvent non seulement tenter d'influer sur le niveau des résultats mais également sur la structure des états financiers, et notamment sur la situation nette. Il s'agit là d'une gestion des résultats au sens large telle qu'ont pu le définir Healy et Whalen (1999). Aussi pour ces derniers, la gestion des résultats peut porter non seulement sur les choix strictement comptables d'enregistrement, d'évaluation ou de présentation mais également sur les décisions de gestion réelles qui modifient les flux de trésorerie de l'entreprise.

Dans les opérations de fusion-absorption, la gestion des résultats éventuellement mise en œuvre par les dirigeants peut donc comprendre d'une part les choix strictement comptables influant sur le niveau de résultat et incidemment sur la situation nette de l'absorbante. Il s'agit essentiellement des choix en matière de politique d'amortissement, de dépréciation et de provision, de valorisation des stocks, d'activation et d'étalement des charges, de traitement des contrats à long terme ainsi que de traitement des subventions. Il s'agit aussi des décisions de gestion relatives à l'exploitation (production, approvisionnement, etc.), au financement et à l'investissement (acquisitions et cessions d'actifs) qui peuvent modifier les flux de trésorerie et qui rendent la gestion réelle des résultats d'autant plus difficile à détecter (Mard, 2006). A ce titre, la survenance d'une opération de fusion peut favoriser l'option pour certains choix. Par exemple, si la cession d'actifs ou d'activités peut faciliter l'obtention de l'aval des autorités de la concurrence pour le rapprochement, le choix de leur date de cession peut à l'occasion contribuer au dégagement de plus ou moins values importantes avant l'opération. En outre, les dirigeants peuvent en vertu de l'opération justifier le changement de la date de clôture d'exercice de la société absorbante lorsque celle-ci diffère de celle de la société absorbée et en profiter ainsi pour améliorer ou diminuer le niveau des bénéfices⁵⁵. Par ailleurs, lorsque la fusion s'opère entre une société mère et sa fille, l'adoption d'une gestion intra-groupe peut permettre de localiser les résultats notamment par le biais des prix de transfert et la remontée des dividendes (Trébucq, 2007). Les dirigeants de la mère peuvent ainsi dans le premier cas gérer les résultats des sociétés participantes en leur faisant acheter ou vendre au sein du groupe des produits ou services à des prix plus ou moins élevés selon l'objectif recherché (Thauvron, 2000a, 2000b ; Trébucq, 2005). Ils peuvent par exemple dans le second cas procéder au versement d'acomptes sur les dividendes. Enfin, les dirigeants peuvent choisir le moment le plus propice pour déclencher l'opération (Bebchuk et Kahan, 1999). Erickson et Wang (1999) puis Thauvron (2000a, 2000b) considèrent ainsi que les dirigeants des sociétés

⁵⁵ Selon Stolowy (1993), les dirigeants, plutôt que de recourir à des techniques sophistiquées d'ingénierie financière, peuvent préférer modifier la date de clôture de l'exercice. Invoquant officiellement des motifs de saisonnalité de l'activité, d'alignement de la période d'exercice à celles des sociétés du groupe ou de prise en compte des effets de restructurations ou fusions, ils peuvent par ce biais minorer ou majorer le résultat de l'exercice et ceux subséquents.

initiatrices peuvent lancer l'opération lorsque les résultats de celle-ci sont relativement hauts et ceux des cibles relativement bas. Les dirigeants espèrent ainsi profiter du *timing* de l'opération pour parvenir à influencer sur la confrontation des valeurs relatives des sociétés.

La gestion des résultats des dirigeants peut d'autre part comprendre les choix influençant sur la structure du compte de résultat ainsi que sur celle du bilan. En effet, au-delà de l'intérêt habituel qui peut être porté à la formation du bénéfice, il peut être opportun pour les dirigeants de modifier la structure du compte de résultat lorsque les critères sur lequel est fixée la parité repose sur le résultat d'exploitation, sur le résultat courant ou sur un multiple de ceux-ci plutôt que sur le résultat net. Les dirigeants peuvent opter pour des choix comptables leur permettant d'enregistrer des produits et/ou des charges dans des composantes données du résultat plutôt que d'autres. Ces choix concernent notamment l'enregistrement d'amortissements, de provisions, certaines pénalités, les subventions d'exploitation et d'équilibre, les créances irrécouvrables, etc.

La modification de la structure du bilan peut en outre être déterminante dans la fixation de la parité. En fait, si l'importance relative accordée à certains postes du bilan, comme les capitaux propres, les dettes financières, le besoin en fonds de roulement et la trésorerie, pousse habituellement les dirigeants à adopter des choix modifiant la structure de cet état financier, la référence récurrente à l'actif net, à l'actif net réévalué et au cours de bourse pour fixer la parité (Erhel, 1980 ; D'engremont et al. 1997 ; Trébucq, 2000 ; Thauvron, 1998, 2000a ; Bellier-Delienne et Bour, 2007) peut d'autant plus motiver les dirigeants. Pour moduler le niveau des capitaux propres, ces derniers disposent des choix modifiant non seulement le niveau des bénéfices mais aussi des autres moyens d'action classiques tels que la réévaluation d'actifs, l'augmentation ou la réduction du capital, l'émission de titres hybrides, etc. Dans le cas des fusions, les dirigeants peuvent aussi trouver un intérêt particulier à procéder avant l'opération à une division du nominal de l'action (*stock split*)⁵⁶ ou au contraire procéder à un regroupement d'actions (*reverse stock split*)⁵⁷. Si ces techniques ne modifient en rien le niveau comptable du capital, elles jouent en revanche sur la liquidité des titres et peuvent à ce titre influencer sur leur valorisation par le marché. La parité dès lors qu'elle est fondée sur le cours peut s'en trouver affectée. L'endettement pouvant par ailleurs influencer la négociation, les dirigeants peuvent moduler son montant en recourant aux opérations de crédit-bail, de cession-bail ou de défaisance.

⁵⁶ Un *stock split* est un mécanisme qui consiste à diviser le montant du nominal des actions et à augmenter proportionnellement le nombre d'actions composant le capital. Ce mécanisme sans conséquence sur le montant total du capital social est généralement utilisé pour augmenter la liquidité des titres sur le marché.

⁵⁷ Un *reverse stock split* correspond au mécanisme inverse du *stock split*, il consiste à regrouper les actions composant le capital et à augmenter proportionnellement le nominal des actions regroupées de sorte là encore à conserver un montant du capital social inchangé.

1.2.2. La mise en œuvre de l'approche multicritères

La confrontation des valeurs relatives des sociétés participantes servant à déterminer la parité doit en France reposer sur une approche multicritères. Celle-ci consiste normalement à examiner et apprécier la parité d'échange obtenue à partir de plusieurs critères d'évaluation retenus au regard de la nature économique et des motivations de l'opération, des activités desdites sociétés ainsi que des intérêts des différents actionnaires. La réglementation considérant que chaque opération est un contexte atypique n'impose donc pas de règle particulière quant à la mise en œuvre de cette approche. Les dirigeants disposent dans ces conditions d'une latitude considérable pour justifier de la parité choisie et ce à trois niveaux. Leur espace de discrétion peut porter soit sur la sélection des critères d'évaluation de la société absorbante (§1.2.2.1), soit sur leur mise en œuvre pratique (§1.2.2.2), soit encore sur leur combinaison (§1.2.2.3).

1.2.2.1. Sélection des critères d'évaluation de la société absorbante

Les recommandations successives de la COB, des rapports Lepetit (1996) et Naulot (2005) préconisent le recours à plusieurs critères d'évaluation de sorte à établir une fourchette de prix au sein de laquelle la parité finale sera extraite. Ces recommandations laissent aux dirigeants le soin de convenir du nombre de critères à retenir, d'apprécier la pertinence de ceux-ci au regard des conditions de survenance de l'opération projetée, leur caractère significatif ainsi que leur non redondance. Malgré l'exigence de justification des choix opérés ainsi que l'intervention d'un ou plusieurs commissaires à la fusion chargé(s) de contrôler le caractère équitable de la parité, force est de constater que la liberté d'appréciation des dirigeants paraît relativement importante. L'utilisation sélective des méthodes d'évaluation peut donc jouer un rôle primordial dans l'obtention d'une parité faussée (Trébucq, 2000, p.221).

En substance, les dirigeants peuvent jouer sur le nombre de critères qui vont servir à déterminer la parité. En faisant appel à peu ou au contraire à beaucoup de critères, les dirigeants peuvent entretenir une certaine asymétrie informationnelle. Ils peuvent en outre écarter les critères qui ne satisfont pas à leurs objectifs et au contraire utiliser ceux qui vont dans leur sens, même si ceux-ci sont objectivement redondants ou non pertinents. Le recours à un nombre excessif de critères peut alors contribuer à complexifier le mode de calcul apparent de la parité et rendre l'appréciation du prix proposé d'autant plus difficile à opérer pour les actionnaires.

Dans ce sens, Trébucq (2000) montre, à partir d'études de cas, qu'à plusieurs reprises des contestations d'actionnaires ont été motivées par l'exclusion de critères pourtant pertinents. Cela s'est notamment produit pour la fusion de Bouygues et Aux Trois Quartiers en 1988 (6 méthodes mentionnées, seul le cours de bourse était jugé pertinent, l'ANR et les DCF ont été omis sans justification), la fusion d'Accor avec PML et SIHS en 1992 (utilisation de critères redondants et omission non motivée de l'ANR), celle de Caves de Roquefort et Louis Rigal en 1993 (utilisation de critères non pertinents et omission non motivée de celui des dividendes), puis celle de LBC et ALSPI en 1996 (omission du critère des dividendes).

Thauvron (1998, 2000a) prédit quant à lui dans le contexte des restructurations par offres publiques que les dirigeants utilisent de préférence les méthodes d'évaluation qui diffusent peu d'informations pertinentes afin de maintenir un certain niveau d'asymétrie. L'intérêt de recourir à des méthodes peu informatives serait de faire apparaître de fortes primes qui inciteraient les actionnaires à approuver l'offre. Cet auteur montre que la méthode des transactions récentes la plus explicative en moyenne est aussi celle qui est la moins utilisée. A l'inverse, la méthode la plus utilisée est l'actif net comptable, c'est aussi celle qui dispose d'un pouvoir explicatif de la parité finale le plus faible. L'auteur conforte son hypothèse en concluant que plus la méthode est pertinente (la prime proposée dans ce cas est faible) et moins elle est utilisée. Ainsi en donnant l'illusion d'une parité plus ou moins favorable, le choix des critères de parité permettrait aux dirigeants de tromper les actionnaires.

1.2.2.2. Mise en œuvre pratique des critères retenus

Quant bien même les dirigeants recourent à un nombre raisonnable de critères qui sont non seulement pertinents, significatifs mais aussi non redondants, cela ne constitue pas pour autant une garantie pour les actionnaires d'obtenir une parité équitable. En effet, prise séparément chaque parité théorique obtenue peut être le produit de manipulations non directement perceptibles (Trébucq, 2000, p.238). La réglementation n'impose pas le choix des méthodes d'évaluation, et ne commande pas non plus la manière dont celles-ci doivent être mises en œuvre. Il en résulte que les dirigeants peuvent recourir aux méthodes appropriées mais peuvent simultanément appliquer de manière non uniforme ces méthodes aux sociétés participantes et biaiser les modes de calcul afin de fournir des valeurs faussées de leur entreprise.

En l'espèce, Trébucq (2000) montre qu'à l'occasion des fusions d'Accor avec PML et SIHS puis de Hachette et Matra en 1992, un manque de transparence dans la mise en

œuvre de l'ANR a été à l'origine de contestations d'actionnaires. Ainsi l'appréciation des dirigeants des plus ou moins values latentes afférentes aux éléments d'actifs (notamment celles relatives aux incorporels et aux biens immobiliers) et de passifs de l'entreprise peut influencer sur la parité obtenue.

De même, la question de la pertinence du cours de bourse lorsque les titres sont peu liquides et celle du choix de la période de comparaison des sociétés peuvent être source de conflits. En témoignent les fusions de Caves de Roquefort et Louis Rigal en 1993, d'OGF et CGSM en 1993, de Pinault Printemps et La Redoute en 1994 pour lesquelles les actionnaires se sont opposés aux périodes de référence des cours de bourse utilisées pour confronter les sociétés.

Quant aux critères des dividendes, des résultats et de l'actif net comptable, ils peuvent aisément être biaisés par l'existence d'une politique comptable et financière. L'adoption de choix comptables et de décisions de gestion peuvent, nous l'avons vu, permettre de gonfler ou minorer les résultats, la situation nette ainsi que leurs composantes. Le choix d'accorder des dividendes exceptionnels avant l'opération peut dans cette logique n'être aussi qu'une décision de gestion visant à influencer la parité.

La mise en œuvre des méthodes des DCF et des multiples de sociétés comparables ou de transactions comparables sont encore plus sujettes à caution. En effet, la méthode des DCF repose sur la formulation des dirigeants de prévisions en termes de flux de trésorerie futurs de l'entreprise. Ainsi malgré l'exigence d'analyses de sensibilité, les dirigeants ont la possibilité d'être plus ou moins explicites quant à leurs anticipations. Ils peuvent en outre jouer sur les niveaux de flux attendus, sur la valeur résiduelle de leur entreprise à l'issue de la période initiale d'estimation ainsi que sur le taux d'actualisation employé. Quand aux méthodes des multiples, le choix de l'échantillon de référence peut, en sus des paramètres comptables éventuellement biaisés sur lesquels ils s'appuient, faire considérablement varier les valeurs estimées des sociétés et donc la parité.

Au final, les dirigeants peuvent donc voir dans la mise en œuvre concrète des différentes méthodes d'évaluation une opportunité d'influencer les perceptions des actionnaires et de faciliter les transferts de richesses.

1.2.2.3. Combinaison des critères d'évaluation retenus

Une autre possibilité d'action des dirigeants réside dans la combinaison des différents critères mentionnés dans le traité de fusion. Si d'une part les dirigeants ont la possibilité d'appliquer des critères différents aux sociétés participantes lorsque leurs activités divergent ou bien lorsque le caractère équitable de l'opération est menacé, ils peuvent volontairement choisir d'utiliser ou non des critères semblables afin d'influencer la parité.

D'autre part, comme le suggèrent Thauvron (1998, 2000a) et Trébucq (2000), tous les critères ne contribuent pas dans la même mesure à déterminer la parité. Alors que certains sont fréquemment cités mais ne contribuent que faiblement à la fixation de la parité finale, d'autres au contraire, par exemple l'ANR et le cours de bourse y contribuent fortement. Ainsi les dirigeants ont la possibilité de privilégier les critères favorisant la parité souhaitée et négliger ceux s'en éloignant. Trébucq (2000) ajoute même que le fait d'accorder une importance égale à toutes les méthodes peut conduire à une désinformation s'exerçant aux dépens des actionnaires. Les critères fournissant une fourchette de parité, les dirigeants se positionnent soit dans le haut soit dans le bas de cette fourchette sans que cela vienne déroger aux préconisations de l'autorité boursière. Pour autant, de telles pratiques peuvent faire varier substantiellement le nombre d'actions qui seront émises et peuvent conditionner la survenance de transferts de richesses importants. En stipulant que les dirigeants des sociétés participantes ne doivent pas chercher à justifier par une précision mathématique la parité finalement retenue à l'issue de la négociation, la COB (1977) laisse paradoxalement aux dirigeants la possibilité de léser certains actionnaires.

Au final, il ressort que les moyens d'action des dirigeants des sociétés absorbantes pour influencer sur la détermination de la parité peuvent être multiples, subtils et parfois difficilement détectables. Les pratiques des dirigeants correspondent non seulement aux choix comptables et financiers modifiant le niveau des bénéfices et la structure du compte de résultat et du bilan mais aussi aux choix relatifs à l'approche multicritères portent essentiellement sur la sélection des critères utilisés, leur mise en œuvre ainsi que leur combinaison. Cette revue des instruments de la politique comptable, en apportant un éclairage sur la latitude d'action des dirigeants, contribue à la construction de notre modèle. Si ce dernier se concentre principalement sur la gestion des résultats, c'est essentiellement pour que nous puissions nous inscrire dans la continuité des travaux initiés par nos prédécesseurs pour des opérations relativement proches des fusions-absorptions. Cela étant, force est de constater, en raison de l'étendue des pratiques des dirigeants, que l'étude de la politique comptable des dirigeants dans les fusions-absorptions correspond à

un champ de recherche particulièrement vaste. Le paragraphe suivant présente les hypothèses de la recherche.

2. Les hypothèses de la recherche

Le modèle de la recherche a pour objectif d'identifier et expliquer les comportements comptables des dirigeants des sociétés absorbantes lors des fusions-absorptions françaises. Conformément à cet objectif, les hypothèses de recherche sont relatives à l'existence (§2.1) puis aux déterminants (§2.2) des choix comptables et financiers des dirigeants.

2.1. Hypothèse sur l'existence d'une politique comptable et financière

L'existence d'une politique comptable et financière des dirigeants de la société absorbante l'année précédant l'opération est tout d'abord testée. L'opération de fusion-absorption a pour effet de modifier les rapports de force existant au sein de la société absorbante. En effet, l'échange de titres entraînant une dilution du capital et du pouvoir actionnarial et managérial après la fusion, les dirigeants de la société absorbante peuvent chercher à préserver leurs intérêts et ceux de leurs actionnaires afin d'éviter ces effets. Ils peuvent donc tenter d'influer sur la parité d'échange en mettant en œuvre, dans l'année qui précède l'opération, une politique comptable ayant un impact sur la valeur de leur firme.

La littérature relative aux opérations similaires aux fusions-absorptions, telles que les prises de contrôle et les restructurations opérées par le biais d'offres publiques ou de MBO, montre que les dirigeants des sociétés participantes adoptent des choix comptables et financiers le dernier exercice ou trimestre précédant l'opération. Les travaux de Groff et Wright (1989), Christie et Zimmerman (1994), Easterwood (1998), Erickson et Wang (1999), Shivakumar (2000), Abdul Rahman et Abu Bakar (2002), North et O'Connell (2002), Sundgren (2003), Louis (2004), Francoeur et Rakoto (2006), Baik et al. (2007), Asano et al. (2007) puis Botsari et Meeks (2008) avancent ainsi l'hypothèse selon laquelle les dirigeants des sociétés participantes adoptent une gestion à la hausse des résultats avant l'opération. Seules les études de Thauvron (2000a, 2000b), Missonier-Piera et Ben-Amar (2007) dans le contexte des offres publiques, de Perry et Williams (1994) puis de Wu (1997) dans les opérations de MBO font apparaître une gestion à la baisse des résultats des sociétés cibles de ces opérations. Dans l'ensemble, les résultats semblent donc majoritairement montrer l'adoption de choix comptables et financiers de la part de dirigeants visant à augmenter le niveau des résultats des sociétés participantes. Nous formulons par conséquent l'hypothèse suivante :

Hypothèse n°1 : les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

Une telle politique comptable peut être expliquée par plusieurs facteurs de type contextuel et politico-contractuel. Les hypothèses suivantes en identifient les déterminants.

2.2. Hypothèses sur les déterminants de la politique comptable et financière

Nous regroupons les déterminants de la politique comptable des dirigeants en deux catégories selon qu'ils sont soit spécifiques au contexte des fusions-absorptions (§2.2.1), soit issus des incitations et contraintes testées dans les travaux relatifs à la TPC ou à ses prolongements (§2.2.2).

2.2.1. Déterminants spécifiques

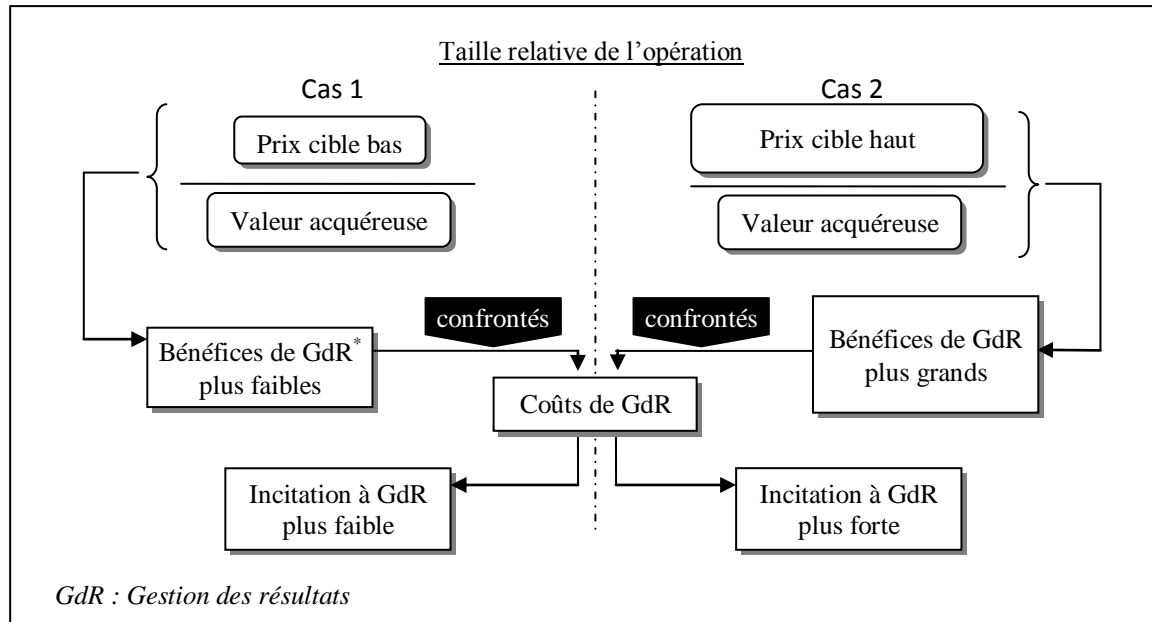
Plusieurs facteurs spécifiques au contexte des fusions-absorptions peuvent expliquer les comportements des dirigeants des sociétés absorbantes en matière de choix comptables et financiers. Ceux-ci sont successivement présentés. Ils portent sur la taille relative de l'opération (§2.2.1.1), la dilution (§2.2.1.2), l'initiative de l'opération (§2.2.1.3), la nature de l'opération (§2.2.1.4) et l'utilisation des critères comptables (§2.2.1.5).

2.2.1.1. Hypothèse de la taille relative de l'opération

Qu'il s'agisse de la littérature relative aux prises de contrôle ou aux restructurations, les travaux observent dans l'ensemble que les dirigeants des sociétés participantes vont chercher à influencer le nombre d'actions qui seront émises. Pour ces opérations, le prix de l'opération, autrement dit la parité d'échange, constitue alternativement un coût ou une rémunération selon que l'on se place du point de vue de la société initiatrice ou cible. Il motive les dirigeants de ces sociétés à adopter des choix comptables et financiers l'année précédant l'opération. L'objectif d'un tel comportement serait d'augmenter la valeur relative de leur société et ainsi de modifier le nombre d'actions émises. Dans le contexte des fusions-absorptions, l'absorbante qu'elle soit initiatrice ou cible est la seule à émettre des actions. Les comportements comptables des dirigeants devraient donc mener à une réduction du nombre d'actions à émettre. Les motivations des dirigeants à adopter une politique comptable augmentant la valeur de leur entreprise conduiraient donc à une minimisation du coût de l'opération pour les actionnaires de l'absorbante.

Selon Watts et Zimmerman (1990, p.147), pour qu'il y ait une gestion des résultats, les bénéfices d'un tel comportement doivent être supérieurs aux coûts supportés en cas de non gestion. Pour Erickson et Wang (1999), les motivations des dirigeants des sociétés émettrices d'actions dans un rapprochement d'entreprises sont une fonction croissante des bénéfices économiques attendus qui peuvent être générés d'une telle gestion (autrement dit les bénéfices en termes de réduction du prix). Ces bénéfices seraient dans leur étude liés au ratio du prix payé pour les titres de la société cible sur la valeur de marché des titres de la société acquéreuse. Plus concrètement pour ces auteurs, si la valeur de la société acquise est relativement faible en comparaison de celle de la société acquéreuse, les bénéfices attendus de l'augmentation de la valeur de cette dernière par le biais d'une gestion de ses résultats devraient être relativement modestes. La gestion des résultats ayant un coût, lorsque les bénéfices économiques attendus sont minces, les dirigeants seraient moins motivés à adopter une gestion à la hausse des résultats avant l'opération. Inversement, si la valeur de la société acquise est relativement grande par rapport à celle de l'acquéreuse, les bénéfices en jeu devraient être plus importants, et devraient par conséquent accroître les motivations des dirigeants. La figure n°2.2 ci-dessous reprend ces éléments.

Figure n°2.2. : Influence de la taille relative de l'opération sur le niveau de gestion des résultats selon Erickson et Wang (1999)



Ce développement est particulièrement intéressant pour notre recherche. En effet, il sous-entend, toutes choses étant égales par ailleurs, que plus la valeur de l'absorbée est élevée par rapport à la valeur de l'absorbante, plus les dirigeants de cette dernière devraient être incités à adopter des choix comptables et financiers augmentant la valeur de leur

entreprise, et ce en raison de la supériorité des bénéfices attendus. L'hypothèse suivante est donc formulée ainsi :

Hypothèse n°2 : Plus la taille relative de l'opération est importante, plus les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

2.2.1.2. Hypothèse de la dilution

L'opération de fusion-absorption peut avoir pour effet de modifier la structure de propriété et de contrôle des sociétés absorbantes à l'issue de l'opération. En effet, l'émission de titres des sociétés absorbantes en rémunérant les apports des actionnaires des sociétés absorbées, peut conduire à une dilution du capital et des droits de vote des actionnaires préexistants chez les sociétés absorbantes.

Le nombre d'actions à émettre et donc la dilution éventuelle en résultant étant liés à la valeur des titres des sociétés acquéreuses dans les opérations financées par actions, Erickson et Wang (1999) ainsi que Asano et al. (2007) postulent que les dirigeants des sociétés acquéreuses vont adopter une gestion à la hausse des résultats pour minimiser la probabilité de dilution des bénéfices et du contrôle des actionnaires existant chez la société acquéreuse avant l'opération. De la même manière, les dirigeants des sociétés absorbantes devraient donc adopter des choix comptables et financiers visant à améliorer les résultats et la valeur de l'entreprise afin de réduire les effets dilutifs de l'opération (Djama et Boutant, 2006).

Le niveau de dilution étant, toutes choses égales par ailleurs, une fonction inverse de la valeur des sociétés acquéreuses, plus les effets dilutifs attendus sont importants, plus les actionnaires des sociétés absorbantes ont intérêt à ce que leurs dirigeants adoptent des choix comptables et financiers améliorant la valeur de leur entreprise et réduisant ainsi le nombre d'actions à émettre. L'hypothèse de la dilution est donc la suivante :

Hypothèse n°3 : Plus les effets dilutifs attendus sont élevés, plus les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

2.2.1.3. Hypothèse de l'initiative de l'opération

Si la littérature obtient dans l'ensemble que les dirigeants des sociétés participant à une opération d'acquisition adoptent des choix comptables et financiers majorant généralement le niveau des résultats, force est de constater que les travaux correspondants portent tantôt sur les sociétés initiatrices tantôt sur les sociétés cibles de ces opérations. Ainsi, les études d'Erickson et Wang (1999), Da Silva Rosa et al. (2000), Shivakumar (2000), Abdul Rahman et Abu Bakar (2002), Heron et Lie, (2002), Louis (2004), Koumanakos et al. (2005), Francoeur et Rakoto (2006), Baik et al. (2007), Asano et al. (2007) puis Botsari et Meeks (2008) s'intéressent à la gestion des résultats des sociétés acquéreuses dans les opérations de prise de contrôle ou de restructuration. Alors qu'à l'inverse, celles de Groff et Wright (1989), Christie et Zimmerman (1994), Easterwood (1998), Erickson et Wang (1999), Thauvron (2000a, 2000b), North et O'Connell (2002), Sundgren (2003) puis Missonier-Piera et Ben Amar (2007) se consacrent à la gestion des résultats des sociétés acquises.

Si cette dichotomie semble ici on ne peut plus logique, c'est parce qu'elle repose sur l'idée implicite que les motivations prévalant aux comportements comptables des dirigeants diffèrent selon la société considérée. Les dirigeants initiateurs chercheraient à minimiser le coût de l'opération alors que les dirigeants cibles tenteraient soit d'obtenir un prix ou un nombre d'actions le plus élevé pour maximiser la rémunération des apports de leurs actionnaires soit au contraire de bénéficier d'avantages personnels. De la même manière, il est possible de considérer que les motivations des dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices diffèrent de celles des dirigeants des sociétés absorbantes cibles d'une fusion-absorption. Dès lors, les comportements comptables des dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices et cibles devraient être différenciés.

En outre, Erickson et Wang (1999) puis indirectement Thauvron (2000a, 2000b) postulent l'existence d'une différence de comportement en raison du *timing* de l'opération. En effet selon eux, les initiateurs seraient en mesure de mieux anticiper et programmer l'opération que les cibles, celles-ci prenant connaissance de l'opération que plus tard, généralement lors du lancement du processus de négociation. Dans ces conditions, ces dernières ne disposeraient pas nécessairement d'un temps suffisant pour adopter une politique comptable permettant de modifier le niveau de leurs résultats. Dans ce sens, les dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices pouvant anticiper la négociation des modalités financières de la fusion, ils devraient être en mesure d'adopter les choix comptables et financiers qu'ils jugent nécessaires à l'atteinte de leurs objectifs. A l'inverse, les dirigeants

des sociétés absorbantes cibles seraient contraints par le temps et par conséquent moins en mesure d'opérer tous les choix souhaités. Il en résulte l'hypothèse suivante :

Hypothèse n°4: Lorsque la société absorbante est à l'initiative de l'opération, les dirigeants de celle-ci adoptent plus de choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération (que lorsqu'elle en est la cible).

2.2.1.4. Hypothèse de la nature de l'opération

Asano et al. (2007) postulent que les sociétés acquéreuses gèrent différemment leurs résultats selon la nature de l'opération. En effet selon que l'opération correspond à une restructuration du groupe ou non, les choix comptables et financiers des dirigeants peuvent varier. Lors des prises de contrôle financées par actions, la parité est au cœur des préoccupations des acteurs dans la mesure où non seulement le coût mais aussi le contrôle sont en jeu. Dans le cadre des restructurations, le contrôle est établi et les actions entreprises pour agir sur la parité n'ont pas pour vocation de le remettre en cause. Ces actions devraient dans ce dernier cas être destinées à minimiser le coût de l'opération, en proposant un nombre d'actions réduit aux actionnaires minoritaires de la cible.

Si en matière de politique comptable Watts et Zimmerman (1990) postulent que les dirigeants adoptent une gestion des résultats lorsque ceux-ci anticipent des bénéfices d'une telle gestion supérieurs aux coûts de non gestion, dans le contexte des prises de contrôle les coûts issus de la gestion des résultats peuvent venir considérablement grever les bénéfices attendus. En effet, les enjeux pour les dirigeants et les actionnaires de chacune des sociétés étant tels pour ces dernières opérations, la négociation y est aussi généralement plus vigoureuse. En outre, les équipes dirigeantes sont fortement incitées à faire appel à des experts (comptables, auditeurs, banques d'investissement, etc.) pour évaluer les états financiers des sociétés adverses. S'exposant à un risque de litiges avec leurs actionnaires si elles ne remplissent pas leur devoir fiduciaire à leur égard, elles sont donc incitées à exercer une surveillance accrue des états financiers des sociétés adverses afin de s'assurer de l'absence de manipulation (Erickson et Wang, 1999). De cette surveillance mutuelle, les dirigeants des sociétés participantes à des prises de contrôle peuvent estimer que la probabilité que la manipulation soit détectée est élevée, les dirigeants pouvant perdre leur réputation, la société adverse pouvant demander une révision de la parité ou tout

simplement menacer d'annuler l'opération. Cela contribuerait dès lors à les dissuader d'adopter une gestion des résultats augmentant la valeur de leur entreprise.

A l'inverse, dans les restructurations, non seulement la gestion des résultats est plus aisée dans la mesure où la société mère contrôlant les comptes de sa fille, elle peut exercer une « gestion intra-groupe des résultats » et localiser les bénéfices permettant de justifier un prix minimisé pour les minoritaires (Thauvron, 2000a, 2000b). Mais la probabilité que celle-ci soit détectée est également moindre car seul persiste le risque de litige avec les minoritaires. Ces derniers, même s'ils craignent d'être spoliés, ne peuvent à eux seuls faire avorter l'opération (ils ne disposent pas des droits de vote suffisants), et n'ont pas nécessairement intérêt à s'engager dans des poursuites judiciaires longues et coûteuses. Disposant d'un accès à l'information réduit et de moyens d'action limités, la discrétion des équipes dirigeantes de la mère et de la fille peut s'exercer plus librement et rendre plus aisée la manipulation de l'information à destination des minoritaires. Comme l'indique Pochet (1998), il s'agit là d'une des particularités du capitalisme à la française, à savoir la polarisation des conflits d'intérêts entre actionnaires majoritaires et minoritaires d'un même groupe. Dans ces conditions, les dirigeants devraient adopter plus de choix comptables et financiers modifiant la valeur de leur entreprise dans les opérations de restructuration que dans les prises de contrôle. L'hypothèse de la nature de l'opération est donc formulée de la manière suivante :

Hypothèse n°5 : Lorsque l'opération correspond à une restructuration, les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent plus de choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération (que lors d'une prise de contrôle).

2.2.1.5. Hypothèse des critères comptables

La COB (AMF) préconise d'utiliser une approche multicritères pour déterminer les valeurs relatives des sociétés participantes servant de référence à la fixation de la parité. Les différents critères employés peuvent s'appuyer directement sur les états comptables et financiers communiqués par les dirigeants. C'est notamment le cas lorsque les critères d'évaluation renvoient au chiffre d'affaires, à l'excédent brut d'exploitation, aux résultats comptables, à la marge brute d'autofinancement, aux actifs nets comptable et réévalué, etc. Les critères peuvent aussi reposer indirectement sur les états comptables et financiers. C'est notamment le cas lorsque les critères d'évaluation correspondent aux cours boursiers,

aux multiples, aux flux de trésorerie futurs actualisés, etc. La référence récurrente aux éléments comptables pour calculer le prix de l'opération (D'engremont et al. 1997 ; Thauvron, 2000a, 2000b ; Bellier-Delienne et Bour, 2007) ou la parité lorsque celle-ci est financée par actions (Erhel, 1980 ; Trébucq, 2000) justifie que les dirigeants sont tentés d'adopter une politique comptable spécifique pour influencer sur la valeur perçue de leur entreprise, sur le rapport de force et donc sur la fixation de la parité.

Cela étant et conformément à l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers (Fama, 1965, 1970), les cours qui représentent normalement la meilleure estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise ne devraient pas être affectés par une éventuelle gestion des résultats. Les investisseurs devraient dans l'ensemble anticiper le comportement comptable des dirigeants (Shivakumar, 2000). Toutes choses égales par ailleurs, la manipulation devrait donc être plus aisée lorsque la fixation de la parité repose directement sur des critères comptables que lorsqu'elle repose sur des cours boursiers. Plus sensible à la subjectivité des dirigeants, la mise en œuvre de ces critères devrait dans ce cas être plus facilement manipulable. Par ailleurs, lorsque les méthodes des multiples ou des DCF sont utilisés, les dirigeants nous l'avons vu peuvent en sus jouer respectivement sur le choix de l'échantillon de référence, sur leurs prévisions ainsi que sur les taux d'actualisation des flux futurs. Pour ces deux derniers critères, les dirigeants disposant de moyens alternatifs pour atteindre leurs objectifs, l'incitation à adopter des choix comptables et financiers modifiant les critères et la valeur de l'entreprise devrait être moins forte. Il en résulte l'hypothèse des critères comptables suivante :

Hypothèse n°6 : Lorsque des critères comptables sont directement utilisés, les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent plus de choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération (que lorsque qu'ils ne sont pas utilisés).

D'autres déterminants d'ordre politico-contractuel peuvent également expliquer les choix comptables et financiers adoptés par les dirigeants avant l'opération. Ils sont présentés en suivant.

2.2.2. Déterminants politico-contractuels

Les hypothèses classiquement employées dans les travaux relatifs à la théorie politico-contractuelle et à ses prolongements sont ici reprises et adaptées à notre contexte d'étude.

Elles portent sur la structure d'actionnariat (§2.2.2.1), l'intéressement des dirigeants (§2.2.2.2), les auditeurs externes (§2.2.2.3), le conseil d'administration (§2.2.2.4), l'endettement (§2.2.2.5), les résultats réels (§2.2.2.6) puis la taille de l'entreprise (§2.2.2.7).

2.2.2.1. Hypothèse de la structure d'actionnariat

Les résultats des études liant choix comptables des dirigeants et structure de l'actionnariat tendent de façon générale à défendre l'idée selon laquelle la présence d'un actionnariat concentré réduit les possibilités de choix comptables des dirigeants (Smith, 1976, Warfield et al. 1995). L'asymétrie d'informations avec les dirigeants étant moindre, les actionnaires majoritaires sont en mesure d'exercer une surveillance stricte d'autant plus qu'ils ont engagés des montants conséquents dans l'entreprise. A l'inverse, lorsque l'actionnariat est diffus, un contrôle accru est moins probable car plus coûteux pour celui qui l'exerce au regard des sommes investies. Les dirigeants devraient dans ce dernier cas adopter plus de choix comptables et financiers (Dhaliwal et al. 1982 ; Defond et Jiambalvo, 1991).

Cela étant, l'opération de fusion-absorption a pour effet immédiat de modifier la structure de propriété de la société absorbante, impliquant des pertes de pouvoir et de bénéfices privés pour les actionnaires préexistant chez la société absorbante. Lorsque ces derniers détiennent une part importante du capital et des droits de vote, ils sont d'autant plus exposés aux effets des décisions des dirigeants (Smith, 1976) et donc aux effets dilutifs de l'opération. Lorsque l'actionnariat est concentré, la modification qu'introduit la fusion peut conduire en l'espèce à réduire cette concentration. Les actionnaires dominants vont à l'occasion de la conclusion des termes de l'opération chercher à préserver leurs intérêts. Dans leur négociation, ils vont prendre en compte le coût actuel et les avantages futurs que leur procure l'opération et seront prêts à payer un prix supérieur (autrement dit à convenir d'une parité moins favorable) seulement si les avantages futurs compensent ce coût. Mais comme dans les éléments du coût figurent les effets dilutifs exposés précédemment, l'octroi d'une telle parité va (du moins à court terme) à l'encontre des intérêts des actionnaires dominants de l'absorbante puisqu'elle modifie immédiatement à la fois leurs pouvoir et leur richesse. Ces actionnaires ne sont donc pas incités à contrôler les dirigeants puisqu'en améliorant artificiellement le niveau des résultats et la valeur de leur entreprise, ceux-ci vont réduire les effets dilutifs de la fusion qu'ils supportent (Erickson et Wang, 1999).

Les actionnaires dominants des sociétés absorbantes ont par conséquent dans le contexte des fusions tout intérêt à ce que les dirigeants négocient des termes de la transaction, notamment une parité, qui leur sont favorables. Les dirigeants devraient donc être incités à adopter plus de choix comptables et financiers en présence d'actionnaires dominants. Au final, contrairement à l'hypothèse classique postulant un lien négatif entre concentration de l'actionnariat et choix comptables des dirigeants, nous considérons comme l'ont fait Francoeur et Rakoto (2006, 2007), dans le contexte des offres publiques, un lien positif entre ces deux éléments.

La littérature distingue en outre l'influence de la nature des actionnaires (famille dirigeante, famille non dirigeante, investisseurs institutionnels) sur le comportement comptable des dirigeants (Dhaliwal et al. 1982 ; Dempsey et al. 1993 ; Warfield et al. 1995 ; Bushee, 1998 ; Benkraïem, 2007a, 2007b ; Jiraporn et Dadalt, 2007). Nous considérons aussi dans les fusions-absorptions que les choix comptables et financiers des dirigeants peuvent différer selon cette nature. Nous formulons donc trois hypothèses selon que l'actionnaire dominant est une famille dirigeante, une famille non dirigeante ou des investisseurs institutionnels :

Hypothèse n°7a : En présence d'investisseurs institutionnels actionnaires dominants, les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent plus de choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

Hypothèse n°7b : En présence de familles non dirigeantes actionnaires dominants, les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent plus de choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

Hypothèse n°7c : En présence de familles dirigeantes actionnaires dominants, les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent plus de choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

2.2.2.2. Hypothèse de l'intéressement des dirigeants

La TPC stipule que les dirigeants dont la rémunération est indexée sur la performance opèrent des choix comptables qui ont pour effet d'accroître les bénéfices. Il s'agit là de l'hypothèse de la rémunération telle que définie par Watts et Zimmerman (1986). L'attribution d'actions aux dirigeants constitue un mécanisme incitatif permettant de réduire les conflits d'agence au sein de l'entreprise, ceci par l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux de leurs actionnaires.

Dans le contexte des fusions-absorptions, les dirigeants peuvent à travers l'opération tenter par le biais de leur politique comptable de maximiser leurs intérêts aux dépens de leurs actionnaires (De Angelo, 1988 ; Easterwood, 1998 ; Edey et Taylor, 1999 ; Missonier-Piera et Ben-Amar, 2007) soit au contraire à leur profit (Christie et Zimmerman, 1994). Or ces dirigeants, lorsqu'ils sont détenteurs d'actions de l'entreprise, ont comme pour les actionnaires tout intérêt à négocier une parité permettant d'octroyer un nombre restreint d'actions aux actionnaires de l'absorbée. En effet, étant directement concernés par l'émission des titres, ils vont subir les effets dilutifs de l'arrivée de ces nouveaux actionnaires et vont donc tenter de préserver leur rémunération et leur pouvoir au sein du nouveau groupe (Erickson et Wang, 1999). Les dirigeants des sociétés absorbantes devraient par conséquent, lorsqu'ils sont actionnaires de celle-ci, être incités à adopter plus de choix comptables et financiers qui augmentent le niveau des résultats ainsi que la valeur de leur entreprise. L'hypothèse de l'intéressement des dirigeants est formulée ainsi :

Hypothèse n°8 : Plus ils détiennent une participation importante dans leur société, plus les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

2.2.2.3. Hypothèses des auditeurs externes

Plusieurs autres variables sont généralement utilisées pour identifier l'influence des mécanismes de gouvernance sur l'intensité de la gestion des résultats. Parmi ces mécanismes figure la qualité du contrôle des auditeurs externes. Celui-ci est appréhendé par la littérature au travers de la réputation des commissaires aux comptes, celle-ci étant supposée plus importante lorsque les commissaires appartiennent à de grands cabinets

d'audit (Defond et Jambalvo, 1994 ; Becker et al. 1998 ; Francis et al. 1999 ; Kim et al. 2003 ; Mard, 2004b ; Benkraïem, 2007b).

A l'instar de Sundgren (2003) qui postule un lien négatif entre l'appartenance du commissaire aux comptes à un grand cabinet d'audit et le niveau de gestion des résultats pour les sociétés cibles d'offres publiques, nous formulons à notre tour dans le contexte des fusions-absorptions françaises la première sous-hypothèse suivante :

Hypothèse n°9a : En présence d'au moins un commissaire aux comptes appartenant à un grand cabinet d'audit, les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent moins de choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

Par ailleurs, dans le contexte des fusions-absorptions, la réglementation française a instauré depuis 1988 un second contrôle externe qui va en sus de la vérification des états financiers servir à vérifier le mode de fixation de la parité. En effet, comme mentionné dans le premier chapitre, un ou plusieurs commissaires à la fusion, nécessairement indépendants des commissaires aux comptes susvisés et des sociétés participantes elles-mêmes, sont désignés pour vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions de ces sociétés sont pertinentes et que la parité d'échange est équitable. Leur mission, de portée légale, peut ainsi les amener à apprécier l'opportunité de certains choix comptables influençant la valeur de chacune des sociétés (Pochet, 2000). Sur les mêmes motifs que les commissaires aux comptes, le contrôle exercé par ces commissaires à la fusion peut être de meilleure qualité lorsque ceux-ci appartiennent à un réseau de grands cabinets d'audit. Nous considérons par conséquent que la présence d'au moins un commissaire à la fusion appartenant à un grand cabinet d'audit peut réduire la probabilité d'observer une politique comptable spécifique chez la société absorbante. La seconde sous-hypothèse est donc la suivante :

Hypothèse n°9b : En présence d'au moins un commissaire à la fusion appartenant à un grand cabinet d'audit, les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent moins de choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

2.2.2.4. Hypothèse du conseil d'administration

Le contrôle exercé par le conseil d'administration (ou conseil de surveillance) constitue un autre mécanisme de gouvernance influençant les choix comptables et financiers des dirigeants d'entreprise. Pour apprécier de la qualité du contrôle exercé par le conseil, la littérature se réfère essentiellement à la proportion d'administrateurs indépendants le composant et considère que plus celle-ci est importante, plus les dirigeants des sociétés seront limités dans l'adoption de choix comptables et financiers modifiant la valeur de leur entreprise (Dechow et al. 1996 ; Beasley, 1996 ; Peasnell et al. 2000 ; Klein, 2002 ; Jeanjean 2002 ; Piot et Janin, 2005 ; Benkraïem, 2007b).

Dans le contexte des fusions-absorptions, la présence d'administrateurs indépendants dans les organes de fonctionnement (conseil d'administration/surveillance) de la société absorbante devrait de la même manière améliorer le contrôle des choix pris par les dirigeants. L'expérience, la réputation et le risque judiciaire qui pèsent sur ces administrateurs devraient ainsi réduire le niveau de choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes.

Cependant, lorsque l'adoption d'une gestion à la hausse des résultats par les dirigeants des sociétés participantes va dans le sens des intérêts des actionnaires, comme cela pourraient être le cas dans les fusions-absorptions, il est possible de s'interroger sur le contrôle effectif de ces administrateurs. Si dans le contexte anglo-saxon, la littérature considère que la mission première du conseil est de garantir les intérêts des actionnaires, dans ce cas, les administrateurs devraient rester passifs aux pratiques des dirigeants. Toutefois, Holthausen (1990) remet en cause cette conception et considère comme abusive l'idée selon laquelle le conseil serait en mesure de distinguer les motivations des dirigeants, de discriminer les comportements opportunistes de ceux efficaces et donc d'exercer un contrôle différencier selon ces cas de figure. Dans le contexte français, la réponse est plus tranchée puisque la vocation première des administrateurs est de garantir l'intérêt social qui par définition ne se confond pas avec les intérêts particuliers des actionnaires (Jeanjean, 2002)⁵⁸. Dans ce cas, la nature de la gestion des résultats ne devraient pas influencer la qualité du contrôle des administrateurs indépendants. Dès lors, la proportion d'administrateurs indépendants au conseil d'administration (ou de surveillance) devraient limiter les possibilités d'action des dirigeants. L'hypothèse du conseil d'administration est donc la suivante :

⁵⁸ Le rapport Vienot (1995, p.9) précise que le conseil d'administration doit « veiller à la qualité de l'information, et notamment à sa fiabilité et sa clarté, afin que les transactions puissent être effectuées de manière équitable ».

Hypothèse n°10 : Plus la proportion d'administrateurs indépendants est importante, moins les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

2.2.2.5. Hypothèse de l'endettement

La TPC postule que les dirigeants des firmes les plus endettées choisissent des méthodes comptables qui améliorent le niveau de leurs résultats, ceci afin d'une part de respecter les clauses limitatives des contrats de prêt et d'autre part de réduire les coûts de financement ultérieurs (Dhaliwal, 1980 ; Bowen et al. 1981 ; Zmijewski et Hagerman, 1981 ; Lilien et Pastena, 1982 ; Dhaliwal et al. 1982 ; Daley et Vigeland, 1983 ; Saada, 1995 ; Shabou et Boulila Taktak, 2002). Dans le contexte des fusions-absorptions, cette hypothèse est reprise. En effet, compte tenu de l'opération, les créanciers devraient être particulièrement attentifs à l'évolution de l'endettement. En effet, l'opération modifiant le risque pour lesquels les créanciers se sont engagés à fournir de l'argent à l'entreprise, le respect des engagements initiaux pris par les dirigeants devraient intéresser ces créanciers. Par ailleurs, si l'endettement n'influence pas directement les critères de parité, il peut néanmoins contribuer au rapport de force s'exerçant entre les sociétés participantes. Les dirigeants ont donc tout intérêt à afficher un taux d'endettement faible. Ils devraient pour cela adopter plus de choix comptables et financiers augmentant les résultats lorsque leur entreprise est endettée.

Hypothèse n°11 : Plus l'endettement est important, plus les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

2.2.2.6. Hypothèse des résultats réels

La TPC repose sur le postulat implicite que les chiffres comptables et plus spécifiquement les résultats sont au cœur des préoccupations des relations politico-contractuelles. En effet, impartis d'une utilité informationnelle à la fois contractuelle et prédictive (Dumontier et Raffournier, 1989 ; Martinez, 1994), les résultats servent de référence aux différents contrats implicites ou explicites passés au sein et par l'entreprise et conditionnent à ce titre

les décisions de ses partenaires. Dans ces conditions, les dirigeants sont incités à influencer sur cet indicateur pour atteindre leurs objectifs.

Dans le contexte des fusions-absorptions, les résultats peuvent être directement utilisés comme critère de comparaison des sociétés participantes mais peuvent aussi contribuer de manière plus ou moins directe aux calculs des autres critères (actifs nets, cours, multiples, etc.). Les résultats des sociétés absorbantes contribuent donc à influencer la fixation de la parité. Conformément aux hypothèses précédentes, nous postulons que les dirigeants ont intérêt à améliorer le niveau de leurs résultats de sorte à accroître la valeur relative de leur société et obtenir ainsi une parité permettant de réduire le nombre d'actions à émettre. Aussi, lorsque les dirigeants anticipent des résultats avant toute politique comptable relativement faibles, ceux-ci devraient être d'autant plus incités à adopter des choix comptables et financiers visant à les améliorer. L'hypothèse des résultats réels est formulée comme suit :

Hypothèse n°12 : Plus les résultats réels attendus (avant toute politique comptable) sont faibles, plus les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

2.2.2.7. Hypothèse de la taille

L'hypothèse des coûts politiques telle que formulée par la TPC, repose sur le postulat que la grande taille ou le poids économique d'une entreprise fait l'objet d'une attention particulière des autorités de la réglementation dans le contrôle des situations concurrentielles ou de taxation fiscales, des représentants du personnel pour revendiquer des augmentations de salaires ainsi que des concurrents. Dès lors, cette hypothèse prédit que les dirigeants des plus grandes firmes (généralement mesurée par le total d'actif), en raison de leur visibilité politique, vont adopter des choix comptables et financiers qui diminuent le niveau de leurs résultats (Jones, 1991 ; Cahan, 1992 ; Key, 1997 ; Labelle et Thibault, 1998 ; Magnan et al. 1999 ; D'Souza et al. 2001).

Dans le contexte des fusions, la taille de l'entreprise peut jouer dans le rapport de force et peut servir d'argumentaire à une diminution du nombre d'actions à émettre. En effet, même si les fusions peuvent être motivées par des considérations fiscales⁵⁹, la réduction

⁵⁹ Par exemple lorsque l'initiateur veut profiter de déficits fiscaux de la cible

des coûts fiscaux n'est pas nécessairement opérée par des choix strictement comptables car l'initiateur dispose de mesures fiscales de faveur (régime de faveur des fusions) permettant de faciliter la réalisation de l'opération à moindres coûts. Les dirigeants peuvent par ailleurs toujours jouer sur le sens de l'opération pour réduire ces coûts. De fait, la contrainte fiscale d'une telle opération sera moins importante pour les dirigeants des grandes entreprises. Les dirigeants de ces sociétés ne devraient donc pas être incités à réduire leur visibilité politique en adoptant une politique comptable diminuant leurs résultats (Djama et Boutant, 2006). En outre, plusieurs travaux français ont montré que les grandes sociétés françaises préfèrent, contrairement à leurs homologues américaines, adopter des choix comptables et financiers augmentant leurs bénéfices (Saada, 1995 ; Djama, 2002 ; Piot et Janin, 2004, 2005 ; Benkraïem, 2007).

A l'instar de ces travaux, nous postulons que plus la taille de l'entreprise est importante, plus ses préoccupations principales ne devraient pas être la minimisation des coûts politiques à travers la réduction intentionnelle des bénéfices, mais l'accroissement de sa valeur afin d'influer négativement sur le nombre d'actions à émettre. Les choix comptables des dirigeants de ces sociétés en modifiant la perception du poids économique de celles-ci vont ainsi leur procurer un pouvoir de négociation d'autant plus grand. L'hypothèse de la taille est donc la suivante :

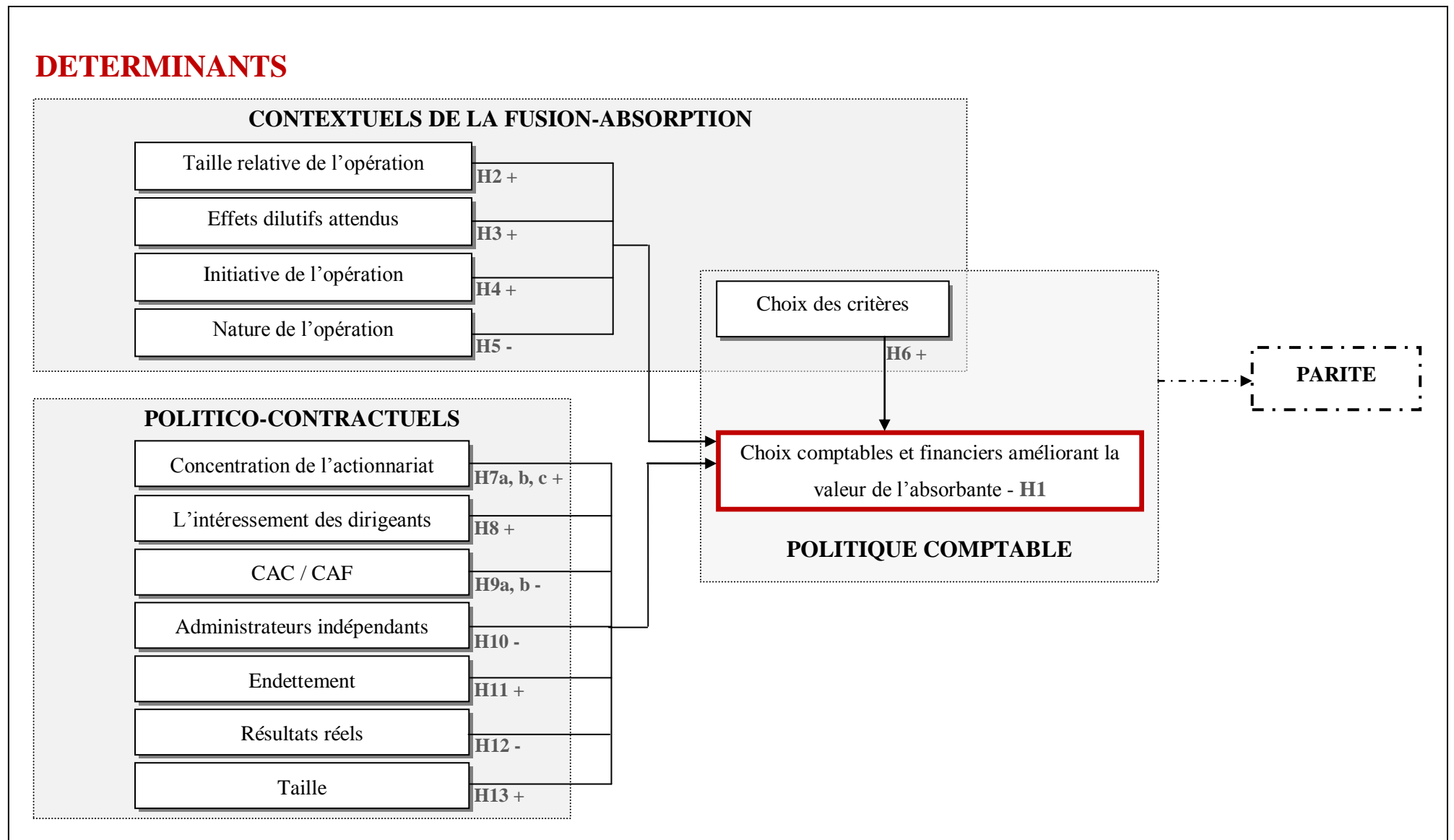
Hypothèse n°13 : Plus la taille de l'entreprise est élevée, plus les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent le résultat et la valeur de leur entreprise l'année précédant l'opération.

Conclusion de la section 3

L'objectif de cette section était de formuler les hypothèses destinées à répondre à notre question de recherche sur l'existence et les déterminants des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes de fusions françaises. Afin d'améliorer notre compréhension des pratiques des dirigeants, les principaux instruments de politique comptable dans le contexte des fusions-absorptions ont dans un premier temps été recensés. Cette revue nous a ainsi permis de montrer la multiplicité des moyens d'actions des dirigeants dans ce contexte spécifique. La discrétion des dirigeants s'exerce ainsi sur deux plans : celui d'une gestion des résultats « classique » influençant le niveau des résultats et/ou sur la structure des états financiers puis celui des choix de mise en œuvre de l'approche multicritères servant à déterminer la parité d'échange.

Conscient de cette diversité, nous proposons de tester un volet de la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes, celui de la gestion des résultats qui s'inscrit dans la continuité des études antérieures relatives aux rapprochements d'entreprises. Les hypothèses suggérées s'attachent donc exclusivement à l'examen et à l'explication des choix entrant dans le cadre de cette gestion. Les premières intègrent des déterminants spécifiques au contexte des fusions-absorptions. Ce sont la taille relative de l'opération, les effets dilutifs attendus, l'initiative de l'opération, la nature de l'opération ainsi que les critères de parité mobilisés. Les autres reprennent en outre les déterminants politico-contractuels identifiés par les hypothèses traditionnelles de la TPC ainsi que celles issues de ses prolongements en les adaptant au contexte d'étude. Il s'agit des incitations liées à l'intéressement des dirigeants, à l'endettement et à la taille de l'entreprise ainsi que les contraintes liées à la structure d'actionnariat, au contrôle des auditeurs et du conseil d'administration ainsi que du niveau des résultats. Elles sont reprises dans la modélisation figurant en page suivante.

Figure n°2.3 : Modélisation des déterminants des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes françaises



CONCLUSION DU CHAPITRE 2

Notre objectif général dans ce chapitre était de proposer à partir d'un cadre théorique un modèle explicatif de la politique comptable des dirigeants dans les opérations de fusion-absorption. Dans cet objectif, la théorie politico-contractuelle ainsi que ses prolongements ont dans un premier temps été présentés. Ce travail nous a permis de dégager les principales incitations aux comportements comptables des dirigeants dans la gestion courante de l'entreprise, à savoir la maximisation de la rémunération des dirigeants, le respect des clauses d'endettement, la minimisation des coûts politiques ainsi que la volonté des dirigeants d'atteindre certains seuils de résultats. Il nous a également permis de souligner les contraintes entourant les pratiques des dirigeants, à savoir à la structure d'actionnariat, le contrôle des administrateurs et des auditeurs puis les choix comptables antérieurs des dirigeants.

Un examen des pratiques comptables des dirigeants dans des circonstances ponctuelles voisines des fusions-absorptions a dans un second temps été opéré. Ainsi, l'analyse des pratiques comptables des dirigeants dans les offres publiques et les MBO est venue compléter le cadre d'analyse initial en contribuant au développement des hypothèses relatives au sens de la gestion des résultats et aux déterminants de ces comportements dans le contexte particulier des fusions-absorptions.

La revue des instruments de la politique comptable spécifiques aux fusions a dans un troisième temps mis en évidence la multiplicité et la spécificité des moyens d'action des dirigeants dans ce contexte. En effet, la politique comptable des dirigeants peut s'exercer non seulement par une gestion des résultats au sens large du terme mais aussi par la mise en œuvre de l'approche multicritères. Le choix de nous concentrer sur la gestion des résultats ayant été justifié, les hypothèses ont enfin été formulées. En nous appuyant sur les travaux relatifs à la TPC et à ses prolongements puis en attachant une attention particulière aux contextes voisins des fusions-absorptions, nous avons donc tenté de construire un cadre d'analyse des pratiques comptables spécifique aux fusions-absorptions. Les hypothèses en résultant portent d'une part sur l'existence (hypothèse 1) de choix comptables des dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération puis d'autre part sur les déterminants contextuels (hypothèse 2 à 6) et politico-contractuels (hypothèse 7 à 13) de ces choix.

CONCLUSION DE LA PARTIE 1

L'objectif de cette première partie consistait à travers la littérature comptable à montrer que les opérations de fusion-absorption peuvent constituer un contexte propice à l'adoption de choix comptables et financiers visant à modifier l'image de l'entreprise par les dirigeants des sociétés absorbantes.

Pour ce faire, nous avons dans un premier temps défini d'un point de vue économique et juridique l'opération de fusion-absorption. L'analyse des motivations prévalant à leur déclenchement ainsi que le processus de réalisation de ces opérations, nous ont permis de mettre en évidence l'importance des enjeux entourant ces opérations tant du point de vue des dirigeants que de leurs actionnaires ainsi que la place primordiale de l'information comptable dans la fixation des modalités financières. Au cœur des préoccupations des différents acteurs, cette information contribue à déterminer la parité dont les effets touchent la structure actionnariale et managériale du nouvel ensemble et donc notamment les richesses et pouvoirs des dirigeants et des actionnaires.

Dans ce contexte particulièrement original, la TPC offre une grille de lecture des comportements comptables et financiers des dirigeants extrêmement utile à notre cheminement. Tirant ses fondements de la théorie de l'agence et de la réglementation, elle postule qu'en raison des conflits d'intérêts existant entre les différents partenaires de l'entreprise, des clauses implicites ou explicites placent l'information comptable au cœur des relations et poussent les dirigeants, créateurs et diffuseurs de cette information, à adopter, dans un contexte d'asymétries informationnelles, des choix comptables et financiers permettant de maximiser leurs intérêts et/ou ceux de leurs actionnaires. Les principales explications fournies par les études issues de cette théorie font notamment référence aux objectifs recherchés des dirigeants (maximisation de leurs richesses, minimisation des coûts de financement et politiques, atteinte de certains seuils), au contrôle (des actionnaires, administrateurs et auditeurs) qu'ils subissent, aux contraintes techniques (temporelles) ainsi qu'aux circonstances ponctuelles dans la vie de l'entreprise (difficultés d'entreprise, introductions, acquisitions, etc.). Le croisement du cadre général théorique de la TPC avec les spécificités du contexte des fusions-absorptions a alors conduit à la formulation des hypothèses quant à l'existence et aux déterminants des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes. A la lumière des travaux de nos prédécesseurs, nous postulons ainsi que le contexte des fusions-absorptions françaises fait partie des circonstances ponctuelles propices à la gestion des résultats. Ce type de comportement aurait pour explication des facteurs contextuels (la taille relative de

l'opération, les effets dilutifs attendus, la nature et l'initiative de l'opération, le choix des critères comptables dans l'approche multicritères) ainsi que des facteurs politico-contractuels (le contrôle des actionnaires, des administrateurs indépendants, des commissaires aux comptes et à la fusion, l'intéressement des dirigeants, les résultats attendus, l'endettement et la taille de l'entreprise). Les hypothèses sont à présent testées dans la seconde partie de ce travail doctoral.