

Caractéristiques, motivations et performances des fusions et acquisitions en Tunisie

Rania Ferchichi et Saïd Souam



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/rei/6109>
DOI : 10.4000/rei.6109
ISSN : 1773-0198

Éditeur

De Boeck Supérieur

Édition imprimée

Date de publication : 30 juin 2015
Pagination : 9-50
ISBN : 9782807301085
ISSN : 0154-3229

Référence électronique

Rania Ferchichi et Saïd Souam, « Caractéristiques, motivations et performances des fusions et acquisitions en Tunisie », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 150 | 2e trimestre 2015, mis en ligne le 30 juin 2017, consulté le 01 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/rei/6109> ; DOI : 10.4000/rei.6109

CARACTÉRISTIQUES, MOTIVATIONS ET PERFORMANCES DES FUSIONS ET ACQUISITIONS EN TUNISIE

Rania Ferchichi, CEPN, Université Paris 13,
PRES Sorbonne Paris-Cité[†]

Saïd Souam, Université Paris Ouest Nanterre La Défense (EconomiX),
CREST et Labex MME-DII[‡]

 **Mots clés** : Fusions & acquisitions, Tunisie, performance, études d'événement.

 **Keywords**: Mergers & Acquisitions, Tunisia, Performance, Event Studies.

INTRODUCTION

Ces dernières décennies, le phénomène de globalisation de l'économie mondiale s'est beaucoup développé à travers des opérations de Fusions et Acquisitions (F&A). Longtemps restés à la marge de ce phénomène, les pays en développement ont vu les Investissements Directs Étrangers (IDE) à leur destination croître de manière importante, avec une partie non négligeable destinée au rachat d'entreprises domestiques. Ceci est essentiellement dû au fait qu'au cours des années 1980 et plus encore des années 1990, la plupart des pays en développement ont abandonné l'industrialisation par substitution aux importations. De plus, une libéralisation de leurs économies a vu le jour, le plus souvent sous l'impulsion de programmes

[†] 99 avenue Jean-Baptiste Clément, 93430 Villetaneuse. raniaferchichi@yahoo.fr

[‡] 200 avenue de la République, 92001 Nanterre. souam@ensae.fr

d'ajustement structurels. De même, ils ont réduit de manière substantielle leurs tarifs douaniers et autres barrières au commerce et le plus souvent privatisé de nombreuses entreprises publiques. Ils ont également mis en place de nombreuses incitations, notamment fiscales, afin d'encourager les IDE. Enfin, les pays en voie de développement et émergents contribuent de plus en plus aux mouvements des IDE dans le monde et notamment par le biais des F&A (Nayyar, 2008). Les entreprises de certains pays sont même devenues des acteurs majeurs du marché mondial des F&A, en tant qu'initiatrices¹.

Toutefois, ce phénomène a été très peu étudié dans la littérature. Ceci est probablement dû en grande partie à un manque flagrant de données et un manque de transparence qui caractérise ces économies. Kamaly (2007), qui représente une des rares exceptions, utilise la base de données SDC Platinum Worldwide Mergers and Acquisitions Database pour analyser les opérations de F&A dont la cible est une entreprise d'un pays en développement de plus de 1 million d'habitants. Tout comme dans les pays développés, le phénomène de F&A a connu une croissance exponentielle dans les années 1990 et suit *grasso modo* le mouvement des IDE. La part du commerce et des services financiers dans ces opérations a continuellement crû alors que celle de l'industrie manufacturière a décliné durant cette période et se réduit substantiellement après les crises financières, alors que celle du commerce et des mines a crû après ces mêmes crises. Il apparaît qu'une baisse des taux d'intérêt internationaux ou une augmentation de l'indice boursier S&P 500 affectent positivement l'activité de F&A dans les pays en développement, soulignant ainsi son caractère pro-cyclique. De même, le degré d'ouverture d'un pays a un impact positif mais minimal. Enfin, les dépréciations des taux de change domestiques affectent positivement et fortement les F&A.

D'un point de vue macroéconomique, les F&A peuvent également jouer un rôle relativement important. Stephen et Moore (2006) montrent ainsi, en analysant les données relatives à 60 pays développés et en développement sur la période 1987-2001, que les F&A ont un impact positif et significatif sur l'investissement réel : dans les économies en développement, comme dans les économies développées, les F&A causent, au sens de Granger, l'investissement.

1 Voir Nayyar (2008) pour l'Inde et Luedi (2008) pour la Chine.

L'étude du phénomène des F&A dans les pays du Maghreb est quasiment inexistante. Outre le fait qu'il s'agit d'un phénomène relativement récent à cause de l'absence d'une vraie dynamique de marché qui anime les économies de ces pays, la structure actionnariale familiale des entreprises et l'absence de marchés financiers actifs expliquent en grande partie cette absence de dynamisme.

En dehors de quelques opérations importantes dans les télécommunications (licence de téléphonie mobile accordée à un deuxième opérateur, Tunisiana, en 2002 et privatisation de 35 % du capital de Tunisie Télécom en 2006) et contrairement aux pays d'Amérique latine, les IDE en Tunisie sont pour l'essentiel des *greenfield investments*, avec création d'une filiale *ex nihilo*. Ils concernent très majoritairement les industries manufacturières et plus particulièrement les secteurs Textile-Habillement et celui du Cuir et de la Chaussure ; ils organisent des opérations de type vertical, attirés par les faibles coûts de production et proviennent pour l'essentiel de pays d'Europe du Sud (France, Italie, Espagne) attirés par la proximité géographique². Toutefois, ces IDE ont été très rapidement largement devancés, en valeur, par ceux à destination du secteur des hydrocarbures, maintenant majoritaires.

Les nouveaux engagements internationaux pris par la Tunisie au niveau macroéconomique, conjugués aux effets de la crise économique internationale, dictent de nouveaux impératifs aux entreprises tunisiennes. Au regard de la physionomie de son contexte entrepreneurial et de la taille moyenne de ses entreprises, ces nouveaux impératifs s'avèrent être difficiles à relever sans passer par des solutions rapides et efficaces d'augmentation des moyens et de renforcement des capacités des entreprises, à travers notamment la croissance externe. À l'instar des autres pays maghrébins, la Tunisie a connu les premières opérations de F&A à partir des années 1980. Du fait de son caractère récent, aucun organisme tunisien ne dispose de données recensant les regroupements d'entreprises. À notre connaissance, seule l'étude de Ati et Srairi (2004) a traité de ce phénomène en Tunisie. Devant l'absence de statistiques exhaustives sur les F&A, l'objectif premier de notre travail est de contribuer à une meilleure connaissance de ce phénomène en Tunisie. Notre article est constitué de deux parties. Dans la

² Voir par exemple Driss (2007), Karray et Toumi (2007) ou encore Toumi (2009).

première partie, nous présentons dans un premier temps le contexte juridique, les différentes phases de construction d'une base de données recensant les F&A réalisées en Tunisie depuis l'année 1980 ainsi que les caractéristiques microéconomiques des entreprises impliquées et leur caractérisation sectorielle. Dans un second temps, nous identifions les motivations de ces opérations à travers l'analyse des résultats d'une enquête par questionnaire adressé à l'ensemble des entreprises recensées. La deuxième partie de l'article est consacrée à l'évaluation de la performance post-acquisition des entreprises impliquées dans une opération de F&A en se basant sur deux méthodologies classiques dans ce type d'étude : l'approche économique et comptable, appliquée aux entreprises ayant répondu à notre questionnaire et l'approche financière, à travers des études d'événements, appliquée à des entreprises cotées à la Bourse de valeurs mobilières de Tunis et parties à une opération de F&A. Nous montrons que globalement les opérations de F&A n'ont pas eu des effets significatifs.

I. CARACTÉRISTIQUES ET MOTIVATIONS DES FUSIONS-ACQUISITIONS EN TUNISIE

La première partie de cet article a un double objet. Dans un premier temps, nous décrivons le contexte juridique qui régit les F&A ainsi que les éléments qui ont permis la construction de la base de données recensant les F&A réalisées depuis l'année 1980 ainsi que les caractéristiques microéconomiques et sectorielles des entreprises impliquées. Dans un second temps, nous présentons et analysons les motivations qui sous-tendent les F&A telles qu'elles apparaissent dans les questionnaires adressés aux dirigeants des entreprises tunisiennes composant notre base de données.

1. CARACTÉRISTIQUES DES FUSIONS-ACQUISITIONS EN TUNISIE

Depuis la fin des années 1980, la Tunisie a mis en place plusieurs politiques économiques de libéralisation progressive et d'ajustement structurel visant la réorientation du rôle de l'État et la transformation d'une

économie fortement réglementée en une économie régie par les lois du marché. En effet, la Tunisie s'est engagée dans de multiples négociations : adhésion en 1990 au General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) devenu depuis l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), signature en juillet 1995 d'un accord d'association avec l'Union européenne instaurant une zone de libre-échange entre les deux parties et entré en vigueur en janvier 2008 et signature en février 1997 d'une convention visant la création sur une période de dix ans d'une zone de libre-échange arabe suivie par la signature en 1998 et 1999 d'accords bilatéraux avec le Maroc, la Jordanie et l'Égypte prévoyant le démantèlement accéléré des droits de douane entre la Tunisie et chacun de ces pays.

Cette politique de libéralisation et d'ouverture suivie durant plus de vingt ans aura permis à la Tunisie de réaliser de bonnes performances économiques. Le taux de croissance moyen du PIB réel a été de 5 % sur la période 1997-2007, une valeur supérieure à ce qui a été observé pour la région Moyen-Orient et Afrique du Nord (4,3 % sur la période) mais légèrement en deçà de la performance des pays à revenu intermédiaire (5,4 % sur la période). Le taux de croissance moyen du PIB réel a atteint 3,5 % sur la période de 2007-2014, une bonne performance dans le contexte de crise économique internationale et de révolution tunisienne³.

Ces différentes politiques ont fini par façonner le paysage économique et entrepreneurial en Tunisie. La contribution du secteur tertiaire, suite à l'apparition de nouveaux services de plus en plus dynamiques, dépasse celle de l'industrie et s'établit à plus de 45 %. Toutefois, cette politique a contribué à la déstructuration du tissu économique en le divisant entre secteurs concurrentiels et ouverts sur l'extérieur et secteurs fragilisés par un processus d'ouverture auquel ils n'ont pas été préparés.

De taille moyenne et ayant peu de présence à l'échelle régionale et internationale, les entreprises tunisiennes présentent plusieurs faiblesses. La principale étant une gouvernance le plus souvent liée à leur structure familiale. En effet, le capital de ces entreprises est souvent fermé détenu majoritairement par les fondateurs qui les gèrent également. D'autres

3 Les données macroéconomiques et financières rétrospectives proviennent des statistiques de la Banque mondiale : <http://donnees.banquemondiale.org> (consulté en décembre 2014).

faiblesses proviennent, pour l'essentiel, du manque d'exposition des entreprises au marché international, de la facilité d'accès aux crédits bancaires et de leur petite taille.

Historiquement, l'entreprise tunisienne a commencé comme une Très Petite Entreprise (TPE⁴) qui s'est avérée rentable. Bénéficiant des dégrèvements fiscaux sur les réinvestissements, ces TPE ont grandi et se sont multipliées pour créer des groupes d'entreprises centrés sur la famille des fondateurs et relativement informels avec un actionnariat opaque et une structure juridique peu claire pour les parties prenantes externes, y compris les créanciers et les actionnaires minoritaires (souvent acceptés pour les avantages fiscaux liés à leur entrée dans le capital).

Ce type de création d'entreprises a également donné lieu à la prolifération de petites entreprises incapables économiquement et techniquement de se conformer aux normes internationales de gouvernance d'entreprise. Ceci étant et malgré les multiples encouragements et avantages offerts aux entreprises tunisiennes acceptant d'ouvrir leur capital et de se faire coter en bourse (et devenir ainsi plus transparentes), seules 31 entreprises tunisiennes étaient cotées à la BVMT en juillet 2009 et 54 en janvier 2012. Enfin, l'accès relativement aisé au crédit bancaire, pour la plupart des entreprises tunisiennes, les encourage à rester non cotées leur évitant ainsi l'obligation de transparence imposée par les règlements du marché financier.

Les nouvelles données économiques, tant au niveau national qu'international, ont incité ces entreprises à adopter des solutions rapides et efficaces d'augmentation de leurs moyens et de renforcement de leurs capacités. Dans ce cadre, les opérations de F&A sont considérées par les entrepreneurs tunisiens comme l'un des moyens privilégiés d'adaptation aux nouvelles exigences de l'économie mondiale permettant notamment la consolidation des avantages concurrentiels sur le marché domestique et l'accès aux marchés internationaux. En Tunisie, les premières opérations de F&A ont été réalisées à partir des années 1980. Devant le caractère nouveau de ce phénomène et en l'absence de statistiques exhaustives, notre travail a d'abord consisté en l'élaboration d'une base de données recensant ces opérations entre les années 1980 et 2009. Nous analysons, ensuite, les

4 En Tunisie, une TPE est une entreprise employant moins de 10 personnes.

caractéristiques microéconomiques et sectorielles des entreprises impliquées dans ces opérations, ainsi que leur évolution.

1.1. Contexte juridique et élaboration de la base de données

Le législateur tunisien a défini l'acquisition d'actions comme une approche qui permet à la firme initiatrice d'acquérir le contrôle de la cible sans pour autant avoir à acquérir l'intégralité de la société⁵. Ce contrôle ne fait pas l'objet d'une réglementation spécifique. La cession d'actions reste une opération soumise au droit commun des contrats et au droit des sociétés qui en définissent les conditions de réalisation (article 321 du Code des Sociétés Commerciales (CSC) et suivants). Il faut toutefois distinguer le cas où la cible est cotée. Les acquisitions réalisées dans ce cadre relèvent des procédures d'offres publiques. Elles sont soumises au respect du formalisme strict des offres publiques d'achat (OPA), lorsqu'il s'agit d'une acquisition par achat d'actions, ou aux règles des offres publiques d'échange (OPE) dans le cas d'une acquisition par échange d'actions⁶. Par ailleurs, l'article 411 du CSC définit la fusion comme étant la réunion de deux ou plusieurs sociétés pour former une seule société. La fusion peut résulter soit de l'absorption par une ou plusieurs sociétés des autres sociétés, soit de la création d'une société nouvelle à partir de celles-ci. La fusion entraîne la dissolution des sociétés fusionnées ou absorbées et la transmission universelle de leurs patrimoines à la société nouvelle ou à la société absorbante. Elle s'effectue sans liquidation des sociétés fusionnées ou absorbées. L'opération de fusion peut réunir soit des sociétés de même forme juridique, soit des sociétés de formes juridiques différentes. Toutefois, elle doit dans tous les cas aboutir à la constitution d'une société anonyme, d'une société à responsabilité limitée ou d'une société en commandite par actions. Enfin, la fusion d'une ou plusieurs sociétés étrangères avec une ou plusieurs sociétés tunisiennes doit aboutir à la constitution d'une société dont la majorité du capital doit être détenu par des personnes physiques ou morales tunisiennes (article 412 du CSC).

5 Article 6 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant sur la réorganisation du marché financier.

6 La législation tunisienne s'inspire profondément des dispositions françaises (cf. Ferchichi, 2012, chapitre 3).

En Tunisie, les F&A sont soumises à la réglementation prévue par la loi sur la concurrence et les prix⁷. Selon l'article 8 de cette loi, tout projet ou opération de concentration de nature à créer une position dominante sur le marché intérieur ou une partie substantielle de ce marché doit être soumis à l'accord du ministre chargé du commerce. La Direction Générale de la Concurrence et des Enquêtes Économiques (DGCEE) est chargée, au sein du ministère du Commerce, d'étudier les projets de concentration. Ils sont ensuite transmis au Conseil de la concurrence pour avis consultatif, la décision définitive étant réservée au ministre du Commerce. L'autorisation du ministre du Commerce constitue ainsi une condition suspensive qui devra être prévue dans le traité de fusion. La soumission à cette autorisation dépend de l'une des deux conditions suivantes : soit la part de marché des entreprises réunies dépasse durant le dernier exercice 30 % des ventes, achats ou toutes autres transactions sur le marché intérieur pour des biens, produits ou services substituables, ou sur une partie substantielle de ce marché ; soit le chiffre d'affaires global réalisé par ces entreprises sur le marché intérieur dépasse un montant déterminé par décret (ce montant a été augmenté par décret de 3 à 20 millions de dinars suite à l'amendement de la loi). Ces dispositions légales nous ont permis d'identifier deux sources d'information pour notre base de données : la DGCEE et le Conseil de la concurrence. Les entretiens avec les responsables de ces deux organismes nous ont permis de récupérer les informations relatives aux opérations de F&A notifiables. Toutefois, il s'avère que ces informations ne concernent qu'une partie des opérations notifiables. Le reste des opérations a échappé aux autorisations du ministère du Commerce.

Le recensement précis des opérations de F&A s'avère donc compliqué. D'une part, les deux organismes publics chargés de centraliser les informations relatives aux F&A notifiables ne disposent que d'une partie de celles-ci. D'autre part, le fort degré de confidentialité entourant la réalisation de ce type d'opérations et le manque de transparence des entreprises ont constitué une contrainte majeure pour la réalisation de notre recensement. Selon le rapport de *Fitch Ratings* sur la gouvernance d'entreprise en Tunisie, publié en 2009, le manque de transparence financière est l'une des caractéristiques des entreprises tunisiennes qui continuent à établir leurs rapports selon les normes comptables locales qui sont différentes des

7 Loi n° 91-64 du 29 juillet 1991, telle que modifiée et complétée par les lois n° 95-42 du 24 avril 1995, n° 99-41 du 10 mai 1999 et la loi n° 2005-60 du 10 juillet 2005.

normes comptables internationales IFRS (voir Hédfi, 2011). Ceci pose un autre problème au-delà de la transparence financière. Il s'agit de la différence de comptabilisation des opérations de F&A entre les pays. En effet, les normes comptables utilisées dans un pays dépendent du contexte économique et politique locale (voir Baker *et al.*, 2010 pour le cas de la Chine) et du fait que les objectifs de l'IFRS pour des marchés financiers mondiaux ne sont pas nécessairement alignés avec ceux des autorités comptables de certains pays. La Chine, par exemple, traite différemment les fusions et les acquisitions et utilisent une approche différente (*pooling interests method*) de celles prônées par l'IASB et l'IFRS (Baker *et al.*, 2009, 2010).

Nous avons donc cherché une source d'information exhaustive qui englobe l'ensemble des F&A en Tunisie. Nous sommes partis du fait que les dispositions de l'article 16 du CSC (formalités de dépôt et de publicité) stipulent que les opérations de F&A doivent faire l'objet d'une publicité. Cette formalité implique le dépôt de l'acte de fusion au greffe du tribunal de première instance des sièges sociaux respectifs des sociétés concernées et sa publication au Journal Officiel de la République Tunisienne (JORT) et dans deux journaux quotidiens dont l'un en langue arabe. Cette obligation légale définit ainsi le JORT comme étant une source d'information officielle et exhaustive des opérations de F&A réalisées en Tunisie. Nous avons donc considéré toutes les opérations de F&A recensées au JORT pour la période 1980-2009. Les cabinets d'avocats d'affaires et d'experts-comptables et la direction générale de la privatisation rattachée au Premier Ministère nous ont permis de récupérer des informations concernant les différentes opérations de privatisation et un certain nombre de F&A ayant échappé à l'obligation de publication légale. En ce qui concerne les entreprises cotées en bourse, impliquées dans des F&A, l'information est facilement disponible. Le Conseil du Marché Financier (CMF) et la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) ont constitué, pour ces cas, les deux principales sources d'information.

1.2. Caractérisation des fusions-acquisitions

Dans un premier temps, nous avons réalisé un recensement entre les années 1980 et 2009. Sur cette période de trente ans, nous avons recensé 347 opérations de F&A. De 1980 à 1994, seulement 52 opérations de F&A ont eu lieu avec deux pics en 1989 (10) et 1992 (8). Le mouvement des F&A s'est

sensiblement accéléré à partir de 1995. Ainsi, 295 opérations ont été enregistrées au cours de la période 1995-2009 (cf. tableau 1).

Tableau 1. Répartition annuelle des opérations de F&A

Année	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total
Nombre	10	8	9	17	20	12	22	12	14	13	30	34	37	32	25	295

La moyenne annuelle des opérations de F&A a été de près de 20 entre 1995 et 2009. Plus de la moitié des opérations (54 %) a été réalisée entre 2005 et 2009 (à raison de 30 opérations annuelles contre 14 durant la période 1995-2004). On remarque donc une accélération significative du phénomène de F&A à partir de 1995 et surtout 2005 (avec un record de 37 en 2007). Ces deux dates correspondent à des événements majeurs pour l'économie tunisienne (accord d'association avec l'Union européenne et adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce en 1995, et fin des accords multifibres en 2005). Au vu de ces constats, nous avons choisi de considérer uniquement la période 1995-2009 afin d'analyser les caractéristiques microéconomiques et sectorielles des opérations de F&A recensées.

1.2.1. Caractéristiques microéconomiques des fusions-acquisitions

Plusieurs points importants caractérisent les opérations de F&A en Tunisie. Tout d'abord, il s'avère que plus de 87 % de ces opérations (cf. tableau 2) sont des fusions (dont 58 % sont de type absorption) contre 13 % d'acquisitions (dont 79 % sont des privatisations). Ces opérations ont concerné 274 entreprises initiatrices (absorbantes et acquéreuses) et 340 cibles (absorbées et acquises).

Tableau 2. Nature des F&A réalisées entre 1995 et 2009

FUSIONS			ACQUISITIONS	
Absorption	Restructuration	Création de nouvelle société	Acquisition	Privatisation
171	74	12	8	30
257			38	
295				

De plus, il apparaît que la majorité des entreprises (initiatrices et cibles) sont des sociétés à responsabilité limitée (SARL) et que les F&A sont réalisées essentiellement entre entreprises de même forme juridique. Par ailleurs, les entreprises initiatrices sont en majorité de grande taille⁸. En revanche, nous avons constaté la présence d'une majorité de petites et moyennes entreprises (PME⁹) parmi les entreprises cibles. Ceci est cohérent avec la composition du tissu économique tunisien essentiellement constitué de PME et de SARL, caractérisées par une fragilité des moyens financiers, humains et techniques les rendant une cible privilégiée pour les grandes entreprises.

Du point de vue de la localisation géographique, la région du Grand Tunis, première zone économique du pays, concentre plus de la moitié des F&A, loin devant les autres régions. Cette localisation est quasiment identique et fortement corrélée avec l'activité économique des régions. Ce déséquilibre régional a été l'un des facteurs déterminants de la révolution tunisienne du début de l'année 2011. Enfin, il apparaît que seulement 5 % des entreprises initiatrices recensées sont étrangères. Le cadre réglementaire, exigeant un contrôle tunisien majoritaire de l'entité combinée¹⁰, explique en partie ce constat.

1.2.2. Caractérisation sectorielle des fusions-acquisitions

Du point de vue sectoriel, plusieurs faits apparaissent très clairement. Tout d'abord, les opérations de F&A sont plus fréquentes dans le secteur

8 En Tunisie, une entreprise est de grande taille si elle investit plus de 5 millions de dinars (plus de 2 M€) ou si elle emploie plus de 300 personnes. Cette définition est bien entendu relative. En effet, la majorité des grandes entreprises tunisiennes sont petites à l'échelle internationale.

9 La définition d'une PME en Tunisie dépend des organismes et se base sur un seuil d'investissement et un effectif maximal. Le Conseil du Marché Financier a défini une PME comme une entreprise employant 300 personnes au maximum alors que ce seuil est de 99 personnes pour l'Institut National des Statistiques. En outre, un décret datant de 2008 a défini la PME comme une entreprise réalisant des investissements inférieurs à 5 millions de dinars.

10 Selon l'article 412 du CSC, la fusion d'une ou plusieurs sociétés étrangères avec une ou plusieurs sociétés tunisiennes doit aboutir à la constitution d'une société dont la majorité du capital doit être détenu par des personnes physiques ou morales tunisiennes.

industriel et sont majoritairement horizontales mettant en relation des entreprises d'un même secteur. Elles se sont accélérées au milieu des années 2000 passant de 8 opérations en 2004 à 20 opérations en 2007. Les entreprises appartenant au secteur textile sont les plus dynamiques en termes de F&A (30 % des opérations recensées dans le secteur industriel) devant celles du secteur des industries mécanique et électrique (14 %) et de l'industrie chimique (13 %).

La répartition des entreprises fusionnées au sein du secteur industriel est relativement proche de la physionomie de l'industrie manufacturière en Tunisie. En 2010, le secteur manufacturier, qui comprend 5 723 entreprises, est dominé en termes de nombre d'entreprises et d'emplois par le secteur textile/habillement qui regroupe 1 968 entreprises de plus de 10 salariés. Les industries agro-alimentaires occupent le deuxième rang avec 1 030 entreprises devant les industries mécaniques-électriques avec 982 unités.

Le secteur textile a connu une accélération des F&A à partir de l'année 2005. Celle-ci pourrait être expliquée par la fin, en 2005, des accords multifibres qui contingentait les importations européennes de textiles en provenance de Chine et d'Inde notamment. L'entrée en vigueur de la zone de libre-échange avec l'UE en 2008, abolissant la plupart des avantages dont bénéficiaient les entreprises tunisiennes, a accentué le phénomène.

Dans le secteur tertiaire, les opérations de F&A connaissent une croissance significative et ont quasiment triplé entre 2004 et 2005 passant de 5 à 13 avant d'atteindre un record de 18 opérations en 2007 et 2008. Dans ce secteur, les F&A sont plus fréquentes dans la branche du commerce et des autres services¹¹. La répartition des entreprises fusionnées au sein du secteur tertiaire est relativement proche de la physionomie du tissu des entreprises de services en Tunisie. En effet, le secteur tertiaire, qui comprend 4 951 entreprises de plus de 10 salariés, est actuellement dominé par les entreprises commerciales et les autres services représentant des parts respectives de 37 % et 38 %. L'accélération des F&A dans le commerce s'est faite suite à la libéralisation du secteur dans les années 1990 et à la publication du règlement général de l'urbanisme prévoyant l'implantation des grandes surfaces dans les années 2000.

¹¹ Les autres services comprennent la promotion immobilière et les services aux entreprises et aux particuliers essentiellement.

Ainsi, l'analyse descriptive de la base de données recensant les F&A entre 1995 et 2009 montre qu'en pratique une majorité des entreprises (initiatrices et cibles) sont des SARL et que les F&A sont essentiellement conduites par des entreprises de grande taille. Ces dernières ciblent, le plus souvent, des PME. De plus, les F&A sont, pour l'essentiel, concentrées dans le Grand Tunis et les régions du littoral. Les fusions représentent le mode privilégié de croissance externe alors que les acquisitions ont majoritairement été utilisées lors des opérations de privatisation. Les secteurs industriel et tertiaire sont les plus dynamiques en termes de nombre de F&A.

2. MOTIVATIONS DES FUSIONS-ACQUISITIONS EN TUNISIE

Dans le but d'étudier les motivations des F&A en Tunisie, nous avons eu recours à une enquête par questionnaire adressé à l'ensemble des entreprises recensées dans notre base de données. Nous présentons, dans un premier temps, la démarche suivie ainsi que les caractéristiques micro-économiques et sectorielles de notre échantillon d'entreprises constitué suite à l'enquête. Nous analysons, dans un second temps, les motivations qui sous-tendent les F&A opérées par ces entreprises, telles qu'elles apparaissent dans les questionnaires renseignés.

2.1. Mise en place de l'enquête et description de l'échantillon

Ci-après, nous présentons tout d'abord les différentes étapes du processus de mise en place de l'enquête et le recueil des données par questionnaire. Ce dernier a finalement abouti à la constitution d'un échantillon final d'entreprises ayant réalisé une opération de F&A. Nous décrivons ensuite de manière précise cet échantillon et nous discutons sa représentativité par rapport à l'ensemble des entreprises de la base de données. Enfin, nous analysons les motivations qui sous-tendent les F&A opérées par les entreprises de notre échantillon ainsi que les acquis réalisés et les obstacles rencontrés.

2.1.1. La démarche de terrain

Afin de construire notre questionnaire, plusieurs entretiens avec des dirigeants d'entreprises ont été nécessaires. Les discussions ont tourné autour des raisons qui peuvent pousser des dirigeants à s'impliquer dans une opération de F&A. Sur la base de ces entretiens et des motivations des opérations de F&A telles qu'analysées dans la littérature économique (voir par exemple Charléty et Souam, 2013), nous avons élaboré une première version du questionnaire. Celle-ci a été soumise à l'avis de différentes personnes afin de recueillir des critiques et suggestions et de tester sa pertinence. Une fois finalisé, le questionnaire a été envoyé à 250 entreprises initiatrices¹². En effet, sur les 274 entreprises initiatrices recensées, nous n'avons réussi à obtenir les adresses postales et/ou électroniques que de 250 d'entre elles. Ce décalage est dû, entre autres, aux faillites d'entreprises, aux changements de nom, etc., qui ont eu lieu entre la date de l'opération de F&A et celle de l'enquête. L'envoi du questionnaire a été réalisé par voie électronique et/ou postale. Il était demandé, dans la lettre accompagnant le questionnaire, de répondre pour l'opération de F&A mentionnée ou de le faire parvenir à la personne la plus à même de répondre à des questions détaillées sur l'opération en question (direction financière, technique, commerciale, etc.). Un rappel, par voie électronique et/ou postale, pour les entreprises n'ayant pas répondu au questionnaire, a également été réalisé un mois après le premier envoi. Malgré ces envois et les différentes relances, seuls 25 des questionnaires se sont avérés exploitables. Les résultats de nos recherches sont donc à prendre avec prudence eu égard au faible taux de réponse et au biais statistique qu'il peut induire. Ceci était toutefois prévisible à cause du manque de transparence des entreprises tunisiennes. En effet, ayant pour la très grande majorité un actionnariat familial et concentré, elles sont peu enclines à divulguer des informations financières et/ou comptables. De nombreuses études¹³ ont d'ailleurs montré une corrélation négative entre le degré de concentration de l'actionnariat et la publication financière.

12 Pour les entreprises étrangères ayant acquis des entreprises tunisiennes, le questionnaire a été envoyé au siège social de l'entreprise cible.

13 Une explication classique réside dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Labelle et Schatt (2005) montrent, par exemple, que les entreprises françaises dont l'actionnariat est diffus, affichent une meilleure publication financière.

2.1.2. Caractéristiques de l'échantillon final

Notre échantillon final est constitué de 25 entreprises initiatrices (acquéreuses et absorbantes) et 32 entreprises cibles (acquises et absorbées) qui étaient les protagonistes de 29 opérations de F&A effectuées entre 1998 et 2009.

La première partie de notre questionnaire a pour but la collecte d'informations d'ordre général sur les entreprises faisant partie de l'opération de F&A (initiatrices et cibles) ainsi que les principales caractéristiques de celles-ci. Le tableau 3 montre qu'une bonne partie des fusions réalisées par les entreprises de notre échantillon a eu lieu dans le cadre d'une restructuration impliquant deux ou plusieurs entreprises appartenant au même groupe avec 11 opérations, soit 38 % des opérations. Selon les données recueillies, il apparaît que ces opérations de fusion-restructuration ont sensiblement augmenté à partir des années 2000. La publication d'une loi sur la restructuration des groupes¹⁴ en 2001 et l'absence d'un cadre réglementaire dédié à la transmission d'entreprises¹⁵ expliquent ce mode de regroupement. Les dirigeants d'entreprises qui ont créé leurs entreprises au début des années 1970, ont été contraints de les restructurer (en société mère détenant et gérant un portefeuille de filiales) tout en improvisant en matière de transmission d'entreprise à travers la multiplication des opérations de F&A.

Tableau 3. Nature des F&A réalisées par les entreprises de l'échantillon

	Fusion				Acquisition		
	Absorption	Restructuration	Nouvelle Société	Total	Privatisation	Acquisition	Total
Échantillon	4	11	-	15	7	7	14
Base de données	171	74	12	257	30	8	38

Les fusions de type absorption représentent, quant à elles, seulement 14 % des opérations. Les fusions par création de nouvelles sociétés ne sont pas

14 Loi n° 2001-117 du 06/12/2001 portant sur les groupes de sociétés et obligeant les entreprises appartenant à un même investisseur à se structurer en groupe.

15 Article 16 de la loi n° 2008-77 du 22/12/2008 portant sur la loi de finances pour l'année 2009.

représentées dans notre échantillon. Par ailleurs, sur les 14 acquisitions réalisées dans l'échantillon, la moitié des opérations l'étaient dans le cadre d'une privatisation.

Caractéristiques des entreprises initiatrices de l'échantillon

Les entreprises initiatrices de l'échantillon sont toutes de grande taille et sont majoritairement (88 %) des sociétés anonymes (SA). Seulement 3 d'entre elles sont des sociétés à responsabilité limitée (SARL). Enfin, la totalité de l'échantillon de ces entreprises est dotée d'un capital social supérieur à 1 million de dinars tunisiens. La présence d'une majorité de grandes entreprises dans l'échantillon est cohérente avec la structure de la population d'entreprises initiatrices de notre base de données, majoritairement composée de grandes entreprises (56 %). Les entreprises initiatrices sont localisées essentiellement dans la région du Grand Tunis (56 %) alors que 3 de ces entreprises sont localisées à l'étranger. Les régions du Nord Est et du Centre Est sont représentées par 3 entreprises chacune. Enfin, les régions du Sud, du Nord Ouest et du Centre Ouest ne sont pas représentées dans notre échantillon. Par ailleurs, 60 % des entreprises initiatrices appartiennent au secteur industriel. Une bonne partie de ces entreprises, soit 20 % du total, appartient à l'industrie chimique devant l'industrie des pâtes et papiers (12 %) et l'industrie mécanique et électrique (12 %). Quant aux industries de l'agroalimentaire, des matériaux de construction, du textile et du bois, elles sont représentées chacune par une seule entreprise. Le secteur tertiaire est représenté dans notre échantillon par dix entreprises initiatrices. La moitié de ces entreprises, soit 20 % de l'échantillon final, appartient aux services financiers devant le tourisme (12 %) et le commerce (8 %). Les autres services et le transport ne sont pas représentés dans notre échantillon.

Les distributions géographique (prédominance du Grand Tunis) et sectorielle (importance du secteur industriel) des entreprises initiatrices sont cohérentes avec notre base de données. Toutefois, la représentativité de ces entreprises dans les principales branches des secteurs de l'industrie et des services, notamment le textile et le commerce, ne sont pas conformes à celles de l'ensemble des initiatrices de la base de données.

Caractéristiques des entreprises cibles de l'échantillon

Notre échantillon est composé de 32 entreprises cibles. Elles sont de grande de taille (66 %) et majoritairement des SA (78 %). La présence d'une majorité de grandes entreprises et de SA dans l'échantillon n'est pas conforme à la physionomie de la population d'entreprises cibles de la base de données, majoritairement composée de PME et de SARL. L'explication réside, comme nous l'avons déjà souligné, dans le manque de transparence des entreprises tunisiennes et notamment des PME dans lesquelles l'actionnariat familial est encore plus important et plus concentré. Par ailleurs, 53 % des entreprises cibles de notre échantillon sont concentrées dans la région du Grand Tunis, suivie des régions du Centre Est (19 %) et du Sud (15 %). Quatre entreprises sont issues de la région du Nord. Les régions du Nord Ouest et du Centre Ouest ne sont pas représentées dans notre échantillon d'entreprises cibles. La majorité des entreprises cibles de l'échantillon (59 %) appartiennent au secteur industriel, dont une grande partie (22 % du total) appartient à l'industrie chimique. Les industries des pâtes et papiers, des matériaux de construction et de la mécanique-électrique sont représentées chacune par trois entreprises. Le secteur tertiaire est représenté dans notre échantillon par treize entreprises cibles. Près de la moitié de ces entreprises, représentant 19 % des entreprises cibles de l'échantillon, appartient aux services financiers devant le tourisme (13 %) et le commerce (9 %). Les autres services et le transport ne sont pas représentés dans notre échantillon.

2.2. Analyse et résultats de l'enquête

La deuxième partie de notre questionnaire a pour objet de déterminer les motivations des dirigeants tunisiens réalisant des opérations de F&A et les impacts de celles-ci. Quatre principales catégories de motivations ont été incluses dans le questionnaire : commerciales, techniques, organisationnelles et financières. Dans une première série de questions, nous avons souhaité cerner les principales attentes des dirigeants réalisant des opérations de F&A. La deuxième série avait pour but d'évaluer les impacts de ces opérations, sur la base des réponses et tels que ressentis par les dirigeants des entreprises enquêtées.

2.2.1. Les motivations des fusions-acquisitions

L'analyse des réponses aux questionnaires s'est faite sur la base de la détermination d'un score associé à chacune des catégories de motivation. Des pondérations allant de 1 (pas du tout) à 4 (fortement) ont été associées à chacune des réponses possibles. Ensuite le score a été calculé pour chacune des questions en fonction des réponses données. Enfin, une moyenne arithmétique par catégorie de motivation est calculée. Plus le score est proche de 4, plus la motivation est forte et inversement.

D'après le tableau 4 compilant les résultats de l'analyse, il apparaît que les motivations techniques et financières, avec des scores respectifs de 2,38 et 2,27, sont les principales motivations invoquées par les dirigeants devant les motivations commerciales (1,92) et organisationnelles (1,53).

Sur le plan technique, les entreprises fusionnent essentiellement afin de réaliser des économies de gamme et de synergies (3,43) et de baisser les coûts de production (2,43). L'accès à de nouvelles technologies ne représente pas une motivation en soi (1,30). Parmi les motivations financières, l'amélioration de la rentabilité de la nouvelle entité s'avère importante (2,80) et devance la recherche d'économies d'impôt (2,73) et l'amélioration de la capacité d'endettement de la nouvelle entité (1,30). L'augmentation de la taille de l'entreprise, ses parts de marché et l'entrée dans de nouveaux marchés représentent les trois principales motivations commerciales des dirigeants tunisiens. L'élargissement des réseaux de distribution (2,03) et le renforcement des pouvoirs de négociation face aux clients et fournisseurs (avec un score de 2 chacun) viennent en deuxième position. Enfin, l'élimination d'un concurrent ou l'absorption d'un client ou d'un fournisseur et l'augmentation de la notoriété ne représentent pas un intérêt majeur pour réaliser une opération de F&A pour les dirigeants des entreprises de notre échantillon. Enfin, il apparaît que les motivations organisationnelles ne sont pas le principal motif invoqué, par les dirigeants d'entreprise, pour justifier la réalisation d'une opération de F&A. Par contre, nous notons une nette volonté de réorganisation de filiales d'un même groupe avec un score pondéré de 2,20.

Tableau 4. Les motivations des F&A indiquées par les dirigeants des entreprises de l'échantillon

N°	Questions	Réponses				Score moyen
		Sans importance	Assez important	Important	Dominant	
Motivations commerciales						1,92
1	Augmentation de la taille de l'entreprise (actifs, CA, etc.)	13,3 %	36,7 %	40,0 %	10,0 %	2,47
2	Augmentation de la part de marché de l'entreprise	13,3 %	36,7 %	36,7 %	13,3 %	2,50
3	Renforcement du pouvoir de négociation vis-à-vis des fournisseurs	26,7 %	50,0 %	20,0 %	3,3 %	2,00
4	Renforcement du pouvoir de négociation vis-à-vis des clients	30,0 %	40,0 %	30,0 %	0,0 %	2,00
5	Élimination d'un concurrent	76,7 %	10,0 %	13,3 %	0,0 %	1,37
6	Absorption d'un client ou d'un fournisseur	76,7 %	10,0 %	6,7 %	6,7 %	1,43
7	Entrée sur de nouveaux marchés	40,0 %	16,7 %	13,3 %	30,0 %	2,33
8	Élargissement et/ou renforcement des réseaux de distribution	50,0 %	16,7 %	13,3 %	20,0 %	2,03
9	Augmentation de la notoriété	86,7 %	10,0 %	3,3 %	0,0 %	1,17
Motivations techniques						2,38
10	Baisse des coûts de production	23,3 %	16,7 %	53,3 %	6,7 %	2,43
11	Recherche d'économies de gamme	0,0 %	6,7 %	43,3 %	50,0 %	3,43
12	Accès à de nouvelles technologies	76,7 %	16,7 %	6,7 %	0,0 %	1,30
Motivations organisationnelles						1,53
13	Réorganisation de filiales d'un même groupe	60,0 %	0,0 %	0,0 %	40,0 %	2,20
14	Remplacement du management de la cible	73,3 %	3,3 %	23,3 %	0,0 %	1,50
15	Augmentation de la rémunération du management de l'initiatrice	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,00
16	Faire face à la concurrence étrangère	70,0 %	20,0 %	6,7 %	3,3 %	1,43
Motivations financières						2,27
17	Amélioration de la capacité d'endettement de la nouvelle entité	76,7 %	16,7 %	6,7 %	0,0 %	1,30
18	Amélioration de la rentabilité de la nouvelle entité	6,7 %	30,0 %	40,0 %	23,3 %	2,80
19	Recherche d'économies d'impôt	13,3 %	26,7 %	33,3 %	26,7 %	2,73

En se basant sur les scores individuels associés à chacune des questions, nous avons pu identifier les principales motivations des entreprises tunisiennes réalisant des opérations de F&A. Il s'agit essentiellement de la recherche d'économies de gamme et de synergies, l'amélioration de la rentabilité de la nouvelle entité et de la recherche d'économie d'impôt. Viennent ensuite l'augmentation de la part de marché et de la taille, la baisse des coûts de production, l'entrée sur de nouveaux marchés et la réorganisation de filiales. Enfin, et dans une moindre mesure viennent l'élargissement des réseaux de distribution et le renforcement du pouvoir de négociation vis-à-vis des fournisseurs et des clients.

2.2.2. Les impacts des fusions-acquisitions et les obstacles rencontrés

Les motivations financières et techniques des opérations de F&A, avec des scores¹⁶ respectifs de 2,23 et 2,09, sont les motivations dont l'impact est le plus significatif devant les motivations commerciales (1,69) et organisationnelles (1,44). Sur le plan financier, la réalisation d'économies d'impôts et l'amélioration de la rentabilité de la nouvelle entité sont les objectifs les plus atteints avec des scores respectifs de 2,6 et 2,54. Sur le plan technique, les dirigeants notent essentiellement la réalisation des économies de gamme et synergies (2,76) et une diminution du coût de production (2,39) suite à l'opération de F&A. L'accès à de nouvelles technologies n'est pas significatif (1,14). Sur le plan commercial, les trois principales conséquences significatives des F&A invoquées par les dirigeants de l'échantillon sont : l'augmentation de la taille de l'entreprise (2,47), sa part de marché (2,06) et l'élargissement des réseaux de distribution (1,89). Par ailleurs, l'élimination d'un concurrent et l'absorption d'un client ou d'un fournisseur représentent les impacts commerciaux les moins importants avec des scores respectifs de 1,2 et 1,06. La réorganisation de filiales d'un même groupe et l'affrontement de la concurrence étrangère suite à l'accord d'association avec l'UE, avec des scores respectifs de 1,8 et 1,53, sont les impacts organisationnels les plus invoqués par les dirigeants tunisiens.

¹⁶ Les scores ont été calculés selon la même méthode que précédemment et sont compris entre 1 et 3. Plus ce score est proche de 3, plus l'objectif est considéré comme étant atteint et inversement.

Les opérations de F&A ont globalement constitué, selon les dirigeants, une réponse adéquate et pertinente aux motivations et attentes puisque l'on constate une certaine cohérence entre les motivations ayant poussé ces dirigeants à entreprendre des opérations de F&A et les impacts qu'ils estiment *a posteriori*. Ce constat est confirmé par la forte proportion de dirigeants (93 %) jugeant que l'opération de F&A réalisée a permis d'atteindre les objectifs fixés préalablement. Enfin, 87 % des dirigeants des entreprises de l'échantillon estiment qu'ils n'ont pas rencontré d'obstacles lors de la réalisation de l'opération de F&A. L'intervention de l'État, à travers la réglementation des opérations de F&A, a constitué un obstacle qui a perturbé le processus de réalisation pour seulement 4 entreprises de l'échantillon. Ainsi, les impacts de ces opérations, tels qu'ils ressortent des réponses au questionnaire, sont conformes aux attentes et motivations des dirigeants. Les opérations ont atteint leurs objectifs et n'ont pas rencontré d'obstacles lors de leur réalisation. Il reste maintenant à savoir si dans les faits, ces opérations ont réellement eu des effets positifs pour les entreprises en question. C'est l'objet de la deuxième partie qui s'intéresse à l'évaluation de leur performance post-acquisition.

II. ÉVALUATION DE LA PERFORMANCE POST-ACQUISITION

Dans cette partie, nous proposons une évaluation de l'impact des opérations de F&A sur la performance des entreprises selon deux approches. L'approche économique et comptable est appliquée aux entreprises ayant répondu à notre questionnaire. L'approche financière, se traduisant par des études d'événements, traite le cas des entreprises cotées à la Bourse de Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) et parties à une opération de F&A.

1. ÉVALUATION DE LA PERFORMANCE POST-ACQUISITION SELON L'APPROCHE ÉCONOMIQUE ET COMPTABLE

Afin d'évaluer la performance post-acquisition selon l'approche économique et comptable, nous présentons dans un premier temps les

caractéristiques de l'échantillon étudié. Nous abordons dans un deuxième temps la méthodologie utilisée. Enfin, nous exposons les différents résultats de cette étude.

1.1. Description de l'échantillon

La dernière partie de notre questionnaire a pour objet d'évaluer la performance économique et comptable des entreprises impliquées dans une F&A. L'évolution de certains ratios financiers deux ans avant et deux ans après l'opération a ainsi été demandée. D'après les 25 questionnaires reçus, les données relatives à 18 entreprises initiatrices sur 25 et 11 entreprises cibles sur 32 se sont révélées exploitables. L'exploitation des données a été conditionnée par un renseignement exhaustif et pertinent des données sollicitées.

1.1.1. Caractéristiques des entreprises initiatrices de l'échantillon

Notre échantillon est composé de 18 entreprises initiatrices ayant réalisé 20 opérations de F&A. La majorité de ces opérations étaient des fusions dont 8 opérations ont été réalisées dans le cadre d'une restructuration et 5 opérations de type absorption. Les entreprises initiatrices de l'échantillon ont réalisé 7 opérations d'acquisition dont une opération dans le cadre d'une privatisation. Ces entreprises sont majoritairement (75 %) des sociétés anonymes et de grande taille (85 %). Elles sont localisées essentiellement (65 %) dans la région du Grand Tunis suivie de la région Centre Est (15 %). Les régions du Nord Est et du Sud sont représentées par 2 entreprises chacune. Enfin, les régions du Nord Ouest et du Centre Ouest ne sont pas représentées dans notre échantillon. Par ailleurs, 75 % des entreprises initiatrices de l'échantillon appartiennent au secteur industriel, dont une grande partie appartient à l'industrie chimique (25 %), l'industrie des pâtes et papiers (15 %) et l'industrie mécanique et électrique (15 %). Les industries de l'agroalimentaire, matériaux de construction, du textile et du bois sont représentées chacune par une seule entreprise. Le secteur tertiaire est représenté par cinq entreprises dans notre échantillon alors que le tourisme et le commerce sont représentés chacun par deux entreprises. Les services financiers sont, enfin, représentés par une seule banque. Au

total, les caractéristiques microéconomiques et sectorielles des entreprises initiatrices de notre échantillon sont conformes à celles de l'ensemble des entreprises initiatrices de la base de données.

1.1.2. Caractéristiques des entreprises cibles de l'échantillon

Notre échantillon est composé de 11 entreprises cibles ayant fait l'objet de 10 opérations d'acquisition dont 6 dans le cadre d'une privatisation. Ces opérations se sont concentrées dans la région du Grand Tunis (55 %), suivie des régions du Centre Est et du Nord Est avec 18 % chacune. La région du Sud est représentée par une seule entreprise. Les régions du Nord Ouest et du Centre Ouest ne sont pas représentées dans notre échantillon d'entreprises cibles. Ces entreprises sont essentiellement des sociétés anonymes (91 %) et de grande de taille (81 %). La majorité d'entre elles (55 %) appartiennent au secteur industriel. Deux d'entre elles appartiennent à l'industrie chimique. Les industries des pâtes et papiers, de matériaux de construction, de la mécanique et l'agroalimentaire sont représentées chacune par une seule entreprise. Le secteur tertiaire est représenté par cinq entreprises cibles (45 %), le tourisme par deux entreprises et celui des services financiers par trois entreprises. Le commerce n'est pas représenté dans l'échantillon des cibles. Au total, il apparaît donc que les distributions géographique et sectorielle des entreprises cibles de l'échantillon sont proches de celles de la base de données.

1.2. Méthodologie de l'approche économique et comptable

Les études fondées sur des données économiques et comptables reposent sur une méthode traditionnelle appelée la technique du pairage. Elle consiste à comparer les résultats des entreprises ayant réalisé une opération financière, notamment une opération de F&A, avec ceux d'un échantillon d'entreprises de contrôle (comparables en termes de secteur d'activité, de taille, etc.) n'ayant pas opté pour ce choix. La comparaison peut s'effectuer ponctuellement à un instant donné avant ou après la date de l'opération de F&A ou bien à deux moments de part et d'autre de cette date afin de mieux cerner l'évolution des données considérées. L'objectif de ces

études est d'évaluer l'impact des F&A sur la performance des entreprises à travers des tests paramétriques et ce à partir de l'évolution de certains indicateurs économiques et financiers. Parmi les indicateurs les plus utilisés, on retrouve l'évolution du revenu d'exploitation, des indicateurs de croissance, de productivité, d'efficacité et des ratios financiers.

Nous comparons les résultats des entreprises initiatrices et cibles de notre échantillon avec ceux des entreprises de contrôle. Une entreprise de contrôle est identifiée pour chacune des entreprises de notre échantillon en se basant sur le secteur d'activité et la taille. La méthode utilisée pour la sélection des entreprises de contrôle est celle proposée par Barber et Lyon (1996). Nous sélectionnons pour chaque entreprise de l'échantillon une entreprise de contrôle en utilisant les critères suivants :

- être dans le même secteur d'activité que l'entreprise initiatrice/cible ;
- avoir une taille (mesurée par l'actif total) située entre 70 % et 130 % de celle de l'entreprise impliquée dans une F&A, l'année qui précède l'opération ;
- rester non concernée par une opération de rapprochement pendant les deux années avant et après l'année de l'opération ;
- disposer des données comptables nécessaires à notre étude empirique sur les deux années avant et après la date d'annonce de l'opération de F&A.

Dans sa dernière partie, le questionnaire inclut un tableau à remplir par les dirigeants d'entreprises afin d'évaluer la performance post-acquisition des entreprises : solvabilité, rentabilité, endettement, etc., à renseigner deux années avant l'opération de F&A, l'année même et deux années après.

Pour évaluer l'impact des F&A sur la performance comptable des entreprises de l'échantillon, nous avons utilisé les ratios suivants :

- solvabilité = fonds propres / total bilan ;
- endettement = endettement financier total / total bilan ;
- rentabilité économique : ROA = résultat d'exploitation / total bilan ;
- rentabilité financière : ROE = résultat net / fonds propres ;
- évolution du chiffre d'affaires (CA) entre les deux dates.

L'analyse de l'évolution « brute » des ratios précités peut induire en erreur lors de l'évaluation des impacts des opérations de F&A sur la performance. En effet, certains de ces ratios peuvent dépendre des changements survenus dans le secteur d'activité de l'entreprise. L'analyse doit donc prendre en compte cet élément et isoler l'effet des opérations de F&A de l'effet secteur (Healy *et al.*, 1992). La différence entre les deux effets est le rendement ajusté lié à l'opération de F&A.

Nous calculons donc le rendement ajusté du secteur qui est la différence entre le rendement de l'entreprise de l'échantillon et le rendement de l'entreprise de contrôle. Pour l'exemple du ratio ROA, le calcul est comme suit :

$$AROA_{i,t} = ROA_{i,t} - ROA_{\text{contrôle},i,t}$$

$AROA_{i,t}$ est la rentabilité économique ajustée de l'entreprise i à la fin de l'année t .

$ROA_{i,t}$ est la rentabilité économique (non ajustée) de l'entreprise i à la fin de l'année t .

$ROA_{\text{contrôle},i,t}$: rentabilité économique de l'entreprise de contrôle à la fin de l'année t .

Les ratios ajustés ainsi calculés sont une mesure plus fiable de la performance car ils éliminent tout événement du secteur sans rapport avec l'opération de F&A. Considérer chaque ratio comme la différence entre le ratio « brut » d'une entreprise et le ratio spécifique au secteur augmente, également, la validité de construction des mesures (Fowler et Schmidt, 1989).

Afin d'examiner l'impact des F&A sur la performance des entreprises de l'échantillon, nous formulons les hypothèses suivantes :

- H_0 : il n'y a pas d'impacts significatifs sur la performance comptable des entreprises de l'échantillon suite à une opération de F&A.
- H_1 : il y a une évolution significative de la performance comptable des entreprises de l'échantillon suite à une opération de F&A.

1.3. Résultats de l'étude économique et comptable

Pour vérifier les hypothèses ci-dessus, nous utilisons le test de différence des moyennes en distinguant selon la nature de l'entreprise (cible

ou initiatrice), la nature de l'opération (fusion ou acquisition) et la cotation ou non de l'entreprise. Ce test consiste à comparer la moyenne des différences (ratios ajustés) deux années avant l'opération de F&A avec la moyenne des différences deux années après l'opération. L'année de l'opération a été volontairement omise à cause des événements atypiques pouvant fausser la comparaison.

Le test de différence des moyennes se fait en comparant la différence des moyennes en utilisant la formule suivante :

$$z = \frac{m_1 - m_2}{\sqrt{\frac{s_1^2 + s_2^2}{n}}}$$

- m_1 et m_2 sont les moyennes des différences de performance entre les entreprises de l'échantillon et les entreprises de contrôle.
- s_1^2 et s_2^2 sont les variances des performances dans chacune des populations d'entreprises.
- n représente le nombre d'opérations de F&A.
- z suit une loi de Student à $(2n - 2)$ degrés de liberté.

1.3.1. Le test de différence des moyennes selon la nature de l'entreprise

Il apparaît dans le tableau 5 relatif aux résultats du test des différences des moyennes selon la nature de l'entreprise (cible ou initiatrice), que la rentabilité économique, le chiffre d'affaires et la solvabilité ont diminué par rapport à la période pré-acquisition aussi bien pour les entreprises initiatrices que les entreprises cibles. Toutefois, ces baisses, suite aux F&A, ne sont pas statistiquement significatives. Le constat est le même si l'on considère l'ensemble de l'échantillon (cibles plus initiatrices).

Les rentabilités financières post-acquisition des entreprises initiatrices et cibles s'améliorent par rapport à celles enregistrées à la période pré-acquisition. L'endettement post-acquisition des entreprises cibles augmente alors que celui des entreprises initiatrices baisse par rapport à la période pré-acquisition. Cependant, ces évolutions ne sont pas, elles aussi,

statistiquement significatives. Par conséquent, la comparaison des indicateurs comptables post-acquisition et pré-acquisition, à travers le test des différences des moyennes, ne permet pas d'avoir suffisamment de preuves pour rejeter notre hypothèse nulle. Nous concluons donc qu'il n'y a pas d'impact significatif des opérations de F&A réalisées par les entreprises de notre échantillon sur leur performance économique et comptable. La prise en compte du secteur d'activité (industrie c. services) n'apporte rien de plus à l'analyse, et ce que ce soit pour les entreprises cibles, initiatrices ou pour l'ensemble de l'échantillon.

Tableau 5. Résultats du test des différences des moyennes selon la nature de l'entreprise

Entreprises	Ratio ajusté	Différence des moyennes	Nombre d'observations
Cibles	Solvabilité (fonds propres / total bilan)	-6,1 %	11
	Endettement (endettement financier total / total bilan)	5,6 %	8
	ROA (résultat d'exploitation / total bilan)	-2,6 %	11
	ROE (résultat net / fonds propres)	8,6 %	11
	CA (évolution du chiffre d'affaires)	-1,9 %	11
Initiatrices	Solvabilité	-7,7 %	20
	Endettement	-1,5 %	19
	ROA	-8,4 %	20
	ROE	3,7 %	20
	CA	-11,3 %	20
Cibles et initiatrices	Solvabilité	-7,1 %	31
	Endettement	0,6 %	27
	ROA	-6,4 %	31
	ROE	5,4 %	31
	CA	-8 %	31

1.3.2. Le test de différence des moyennes selon la nature de l'opération

Nous avons également réalisé ce test de différence des moyennes selon la nature de l'opération (fusion ou acquisition). Le tableau 6 montre, ainsi, que les opérations de F&A ont eu des effets négatifs relativement plus importants pour certains ratios (solvabilité, CA) pour les entreprises parties à une opération de fusion relativement à celles parties à une opération d'acquisition. On observe le contraire pour les rentabilités économique et financière, plus favorables donc pour les entreprises parties à une acquisition par rapport à celles parties à une fusion. Toutefois et à ce stade, ces résultats (impacts de l'opération et différence selon la nature de l'opération) ne s'avèrent pas statistiquement significatifs.

Tableau 6. Résultats du test des différences des moyennes selon la nature de l'opération

Nature de l'opération	Ratio ajusté	Différence des moyennes	Nombre d'observations
Fusions	Solvabilité (fonds propres / total bilan)	-10,8 %	14
	Endettement (endettement financier total / total bilan)	-0,9 %	13
	ROA (résultat d'exploitation / total bilan)	-0,5 %	14
	ROE (résultat net / fonds propres)	3,7 %	14
	CA (évolution du chiffre d'affaires)	-16,3 %	14
Acquisitions	Solvabilité	-4,1 %	17
	Endettement	2 %	14
	ROA	-11,2 %	17
	ROE	6,9 %	17
	CA	-1,1 %	17

1.3.3. Le test de différence des moyennes selon entreprises cotées/non cotées

Enfin, nous avons réalisé le test des différences des moyennes en différenciant les entreprises selon qu'elles sont cotées ou non en bourse (cf. tableau 7). Là encore apparaissent certaines différences relativement importantes. Ainsi, les entreprises cotées de notre échantillon ont vu leur solvabilité se détériorer de manière beaucoup moins importante que celle des entreprises non cotées (-1 % c. -11 %). De même pour la rentabilité économique. Tout comme il s'avère qu'elles ont visiblement moins souffert d'une baisse de leur CA (-3,8 % c. -12,6 %). En revanche, en termes de rentabilité financière et d'endettement, la situation est inverse et s'avère plus favorable pour les entreprises non cotées. Comme précédemment, ces résultats ne s'avèrent toutefois pas statistiquement significatifs.

Tableau 7. Résultats du test des différences des moyennes selon entreprises cotées/non cotées

Entreprises	Ratio ajusté	Différence des moyennes	Nombre d'observations
Cotées	Solvabilité (fonds propres / total bilan)	-1 %	14
	Endettement (endettement financier total / total bilan)	-4,7 %	10
	ROA (résultat d'exploitation / total bilan)	-10,3 %	14
	ROE (résultat net / fonds propres)	8,4 %	14
	CA (évolution du chiffre d'affaires)	-3,8 %	14
Non cotées	Solvabilité	-11 %	17
	Endettement	3,2 %	17
	ROA	-3,1 %	17
	ROE	3,1 %	17
	CA	-12,6 %	17

2. ÉVALUATION DE LA PERFORMANCE POST-ACQUISITION SELON L'APPROCHE FINANCIÈRE

Dans cette section, nous présentons d'abord les caractéristiques d'un échantillon constitué d'entreprises cotées impliquées dans des opérations de F&A. Ensuite, nous présentons la méthodologie des études d'événements utilisée pour évaluer l'impact des F&A sur la performance boursière des entreprises. Enfin, nous exposons et discutons les résultats de cette étude.

2.1. Description de l'échantillon

Pour les entreprises cotées en bourse, l'information est disponible sur les sites Internet de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) et du Conseil du Marché Financier (CMF). Ces sources d'information nous ont permis de collecter les états financiers relatifs à 14 entreprises tunisiennes cotées en bourse impliquées dans une opération de F&A (9 entreprises initiatrices et 5 entreprises cibles) entre les années¹⁷ 1995 et 2009. Durant cette période, 11 opérations de F&A ont été réalisées par 9 entreprises initiatrices dont 4 n'étaient pas cotées au moment de l'opération. Les 5 entreprises initiatrices restantes ont réalisé 7 opérations de F&A. Sur la même période, 5 entreprises cibles ont fait l'objet d'une acquisition-privatisation dont une entreprise¹⁸ n'était pas cotée au moment de sa privatisation. Notre échantillon final, décrit ci-dessous et pour lequel nous disposons d'informations financières exhaustives, est constitué de 9 entreprises ayant réalisé 11 opérations de F&A.

2.1.1. Caractéristiques des entreprises initiatrices

Notre échantillon d'analyse est composé de 5 entreprises initiatrices ayant réalisé 7 opérations de F&A et dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau 8. Ces entreprises sont toutes des sociétés

17 Bien que fondée en 1969, la bourse de Tunis n'a commencé à prendre de l'importance qu'à partir de l'année 1995 suite à la publication de la loi 94-117 du 14 novembre portant organisation du marché financier (et création du CMF). Le Tunindex n'a, pour sa part, été créé qu'en décembre 1997.

18 La société ENNAKL, privatisée en 2006, n'a été introduite en bourse qu'en 2010.

anonymes et de grande taille. Trois d'entre elles ont réalisé 5 opérations d'acquisition alors que les deux autres ont réalisé une fusion chacune. Ces opérations se sont produites essentiellement dans la région du Grand Tunis. Une seule opération s'est déroulée dans la région Nord Est. Par ailleurs, 3 entreprises initiatrices de l'échantillon appartiennent au secteur industriel (chimique, électrique et agro-alimentaire). Le secteur tertiaire est représenté par 2 entreprises (une banque et une entreprise de commerce). Les opérations de F&A réalisées par les entreprises initiatrices cotées sont majoritairement des opérations d'acquisition.

Tableau 8. Caractéristiques des entreprises initiatrices

Entreprise initiatrice	Année	Nature de l'opération	Forme juridique	Taille	Localisation	Secteur d'activité	Entreprise cible
SIAME	2000	Acquisition privatisation	SA	Grande	Nabeul	Industrie électrique	Société de Travaux Électriques (SITEL)
Air liquide	2001	Fusion restructuration	SA	Grande	Tunis	Industrie chimique	Société Tunisienne de Gaz Liquéfiés (STUGAL)
	2009	Acquisition					Air séparation
STB	2001	Fusion Absorption	SA	Grande	Tunis	Banque	BNDT & BDET
Monoprix	2003	Acquisition	SA	Grande	Tunis	Commerce	Touta
	2009	Acquisition					Sahara confort
Poulina	2007	Acquisition	SA	Grande	Ben Arous	Agro-alimentaire	SOKAPO

2.1.2. Caractéristiques des entreprises cibles

Notre étude a porté sur un échantillon composé de 4 entreprises cotées cibles d'une opération d'acquisition-privatisation (cf. tableau 9). Elles sont toutes des sociétés anonymes et de grande taille. Deux d'entre elles sont localisées au Grand Tunis, une à Sousse (Centre Est) et la dernière à Zaghouan (Nord Est). Par ailleurs, deux entreprises cibles de l'échantillon appartiennent au secteur industriel. Le secteur tertiaire est représenté également par deux entreprises appartenant au secteur bancaire.

Tableau 9. Caractéristiques des entreprises cibles

Année	Entreprise cible	Nature de l'opération	Forme juridique	Taille	Localisation	Secteur d'activité	Entreprise initiatrice
2002	UIB	Acquisition privatisation	SA	Grande	Tunis	Banque	Société Générale (France)
2005	Banque du Sud	Acquisition privatisation	SA	Grande	Tunis	Banque	Attijari Wafa Bank (Maroc)
2008	SOTUVER	Acquisition privatisation	SA	Grande	Zaghouan	Industrie des matériaux de construction, de la céramique et du verre	CFI (Groupe Bayahi)
2008	AMS	Acquisition privatisation	SA	Grande	Sousse	Industrie Mécanique et Métallurgique	Groupe Loukil

2.2. Méthodologie des études d'événements

Afin d'évaluer l'impact des F&A sur la performance des entreprises de l'échantillon, nous utilisons la méthodologie des études d'événements (cf. Brown et Warner, 1985). Celle-ci est fondée sur l'idée principale selon laquelle les marchés financiers réagissent immédiatement à de nouvelles informations qui sont supposées affecter la profitabilité future d'une entreprise. Dans l'hypothèse de l'efficience (même partielle) des marchés financiers, les changements de la valeur boursière des actions d'une entreprise sont considérés comme les conséquences financières des événements « interprétés » propres à cette entreprise. Elle comporte les quatre étapes suivantes : identification de la date de l'événement ; estimation de la rentabilité normalement attendue sur la période considérée ; calcul des rentabilités anormales ; et test des résultats obtenus pour savoir s'ils sont statistiquement significatifs.

2.2.1. Identifier la date de l'événement

Un événement est une information qui est rendue publique sur le marché et qui est de nature à affecter la valeur d'une ou de plusieurs firmes en même temps. L'événement peut être général ou spécifique, périodique ou occasionnel, exogène ou décidé par les dirigeants d'une entreprise. L'étude d'événements permet alors aux dirigeants d'apprécier la perception de leurs décisions par le marché, et aux actionnaires d'évaluer les

performances de l'équipe dirigeante à travers l'évolution des cours boursiers. Si l'événement est souvent facile à repérer, l'identification de la date exacte de sa réalisation n'est pas toujours évidente. Théoriquement, est considérée comme date d'événement la date de réalisation de l'opération. Cependant, Fama *et al.* (1969) trouvent que la date d'événement la plus pertinente est le jour où le marché prend officiellement connaissance de l'opération, c'est-à-dire la date d'annonce publique de l'opération. Dans notre étude, la date d'événement, désignée jour ($t = 0$) par la suite, est définie comme la date de publication officielle de la F&A, sous forme de bulletin, qui se fait par le biais du CMF et/ou de la BVMT. Deux fenêtres d'événement sont choisies pour notre étude d'événement. La première (fenêtre 1) comprend les dix jours précédant et les deux jours suivant la date d'événement, soit une période de 13 jours : $[-10, +2]$. La deuxième (fenêtre 2) comprend les dix jours précédant et les quinze jours suivant la date d'événement, soit une période de 26 jours : $[-10, +15]$. Ce dernier choix nous permet donc de tenir compte des éventuelles anticipations ($t - 10$) et corrections ($t + 15$) des marchés financiers.

2.2.2. Estimer la rentabilité normale

La rentabilité « normale » ($R_{i,t}$) sert par la suite d'élément de comparaison avec la rentabilité réelle enregistrée au moment de l'annonce de l'opération de F&A, pour former la rentabilité anormale. Il existe différents modèles pour estimer cette rentabilité qualifiée de normale. On peut ainsi avoir recours au modèle de marché « *market model* », au MEDAF (Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers) ou bien encore à la moyenne des rentabilités historiques du titre de l'entreprise considérée. Pour notre étude, la rentabilité normale est déterminée par l'intermédiaire du modèle de marché. Ce dernier est fondé sur une régression linéaire où la variable explicative de la rentabilité d'un titre est la rentabilité du marché. Les coefficients de régression linéaire permettent par la suite d'évaluer la rentabilité « normale », selon la formule suivante : $R_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \hat{\varepsilon}_{i,t} = \hat{R}_{i,t} + \hat{\varepsilon}_{i,t}$; où :

- $R_{i,t}$ est le taux de rendement du titre i à la date t .
- $R_{m,t}$ est le taux de rendement de l'indice de marché à la date t (nous avons retenu l'indice boursier Tunindex).
- $\hat{\beta}_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$.

- $\hat{\varepsilon}_{i,t}$ représente le résidu de la régression linéaire. Il permet de mesurer le rendement anormal de l'action en bourse, suite à l'opération de F&A.

La période d'estimation des rentabilités normales comprend 90 jours. Elle est antérieure à la période d'événement de 60 jours et est notée : [-150, -60].

2.2.3. Mesurer les rentabilités anormales

Une étude d'événement a pour objectif la recherche de rendements anormaux ou rentabilités anormales sur la fenêtre choisie autour de l'annonce de l'événement considéré. Le calcul des rentabilités anormales passe tout d'abord par le relevé *a posteriori* de la rentabilité effective du titre, $R_{i,t}$, observée sur la période d'étude. Les rentabilités anormales sur la période de la fenêtre sont mesurées par l'écart entre la rentabilité observée de l'action ($R_{i,t}$) et la rentabilité théorique ($\hat{R}_{i,t}$) qu'elle aurait dû afficher si aucune information n'avait été divulguée. L'écart constaté, qualifié de rentabilité anormale, est alors interprété comme la mesure de l'impact de l'événement sur le cours de l'action durant cette période. Selon le modèle du marché, à une date t quelconque (au-delà de la période d'estimation), le rendement anormal est calculé comme suit : $AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$ avec :

- $AR_{i,t}$: rentabilité anormale du titre i à l'instant t .
- $R_{i,t}$: rentabilité observée du titre i à la période t : $R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}) / P_{i,t-1}$; où $P_{i,t}$: cours du titre i en t ; $P_{i,t-1}$: cours du titre i en $t - 1$; $D_{i,t}$: dividende reçu en t (nous négligeons cette variable, lors de l'utilisation des cours journaliers).
- $\hat{R}_{i,t}$: rentabilité normale pour le titre i à la date t .

Une fois la rentabilité anormale de chaque titre calculée et ce pour chaque instant t de la période d'événement ($AR_{i,t}$), l'étape suivante consiste à calculer la rentabilité anormale cumulée (CAR_i) pour chaque titre sur la période considérée. Ainsi, $CAR_i = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$ où $t_1 = -10$ et $t_2 = +2$ (fenêtre 1) et $t_1 = -10$ et $t_2 = +15$ (fenêtre 2). L'étape suivante consiste à calculer la moyenne cumulée des rentabilités anormales (\overline{CAR}) qui va nous permettre de mesurer l'impact de l'événement étudié avec : $\overline{CAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i$, où N est le nombre de titres composant l'échantillon. Une fois cette étape

achevée, il s'agit de déterminer si les résultats obtenus sont statistiquement significatifs.

2.2.4. Tester la significativité des rentabilités anormales

Dans le cadre de notre étude, l'hypothèse nulle est l'absence de rendements anormaux suite à l'annonce d'une opération de F&A, c'est-à-dire :

- $H_0 : CAR_i = 0$ (ou $\overline{CAR} = 0$).
- $H_1 : CAR_i \neq 0$ (ou $\overline{CAR} \neq 0$).
- Pour les rentabilités anormales cumulées, la statistique T est calculée de la manière suivante :

$$T = \frac{\overline{CAR}}{\sqrt{Var(CAR_{i,t})}}$$

T suit une loi de Student à $(t_2 - t_1 - 1)$ degrés de liberté. La variance du rendement normal est donnée par $Var(CAR_i) = (t_2 - t_1 + 1)Var(AR_{i,t})$ en cas d'indépendance entre les bruits et $Var(AR_{i,t}) = \frac{1}{89} \sum_{i \in PE} (AR_{i,t} - \overline{AR_i})^2$; PE étant la période d'estimation (90 jours).

- Pour les rentabilités anormales moyennes cumulées, T est calculée comme suit :

$$T = \frac{\overline{CAR}}{\sqrt{Var[\overline{CAR}]}}$$

T suit asymptotiquement une loi normale centrée réduite. En fonction du critère, nous calculons le taux de rendement anormal moyen $\overline{CAR} = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N CAR$ et la variance $Var[\overline{CAR}] = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N Var(CAR)$.

2.3. Les résultats des études d'événements

Dans le cadre de notre travail, trois séries d'études d'événements ont été effectuées. La première série porte sur l'ensemble de l'échantillon composé de 9 entreprises (11 opérations de F&A). La deuxième porte sur l'échantillon des 5 entreprises initiatrices ayant réalisé 7 opérations. La troisième et

dernière série porte sur les 4 entreprises cibles ayant fait l'objet de 4 opérations. Dans ces trois études d'événements, nous avons cherché à savoir si le marché boursier tunisien réagit globalement à l'annonce des F&A ; d'où les hypothèses suivantes :

- H_0 : Le marché boursier tunisien ne réagit pas à l'annonce d'une opération de F&A.
- H_1 : Le marché boursier tunisien réagit à l'annonce d'une opération de F&A.

Ci-après, nous présentons les rendements anormaux cumulés sur les deux fenêtres retenues (fenêtre 1 : [-10 ; +2] et fenêtre 2 : [-10 ; +15]) suite à l'annonce d'une F&A pour l'ensemble de l'échantillon, les entreprises initiatrices et les entreprises cibles.

2.3.1. Les rendements anormaux associés à l'ensemble de l'échantillon

Le tableau 10 résume les rendements anormaux associés à l'annonce d'une opération de F&A pour l'ensemble des opérations de notre échantillon. Nous observons globalement une réaction boursière négative non significative sur la fenêtre 1 (-14 %) et significative au seuil de 10 % sur la fenêtre 2 (-16,6 %). Nous notons enfin une amélioration de la significativité de ces résultats et une réaction négative plus importante.

Tableau 10. Rendements anormaux cumulés pour l'ensemble des opérations

Fenêtre	Fenêtre 1		Fenêtre 2	
	CAR _i	Var(CAR _i)	CAR _i	Var(CAR _i)
MOYENNE	-14,08 %	0,0085	-16,63 %	0,0085

2.3.2. Les rendements anormaux associés aux entreprises initiatrices

Le tableau 11 résume les résultats obtenus pour les entreprises initiatrices de l'échantillon. Nous notons globalement une réaction boursière négative et significative (au seuil de 5 % sur la fenêtre 1 et 10 % sur la fenêtre 2)

à l'annonce d'une opération de F&A. Les rendements anormaux de l'ensemble de ces entreprises sont de -15,5 % sur la fenêtre 1 et -11,4 % sur la fenêtre 2.

Tableau 11. Rendements anormaux cumulés pour les entreprises initiatrices

Fenêtre	Fenêtre 1		Fenêtre 2	
	CAR _i	Var(CAR _i)	CAR _i	Var(CAR _i)
MOYENNE	-15,45 %	0,0043	-11,40 %	0,0043

2.3.3. Les rendements anormaux associés aux entreprises cibles

Le tableau 12 résume les rendements anormaux associés à l'annonce d'une opération de F&A pour l'ensemble des entreprises cibles. Nous observons globalement une réaction boursière négative non significative sur la fenêtre 1 (-6,2 %) et significative au seuil de 5 % sur la fenêtre 2 (-25,4 %). À l'image de l'ensemble de l'échantillon, nous notons une amélioration de la significativité des résultats et une réaction négative plus importante sur la deuxième fenêtre.

Tableau 12. Rendements anormaux cumulés pour les entreprises cibles

Fenêtre	Fenêtre 1		Fenêtre 2	
	CAR _i	Var(CAR _i)	CAR _i	Var(CAR _i)
MOYENNE	-6,22 %	0,0164	-25,35 %	0,0164

Ces résultats montrent donc une réaction boursière négative et significative suite à l'annonce d'une F&A. Si, pour les entreprises initiatrices, les nombreuses études réalisées pour différents pays (voir par exemple Tichy, 2001) montrent globalement une réaction négative, le plus souvent non significative, les F&A sont toutefois la source de rendements anormaux positifs et très significatifs pour les entreprises cibles. Cette « anomalie » tunisienne pourrait trouver son explication non seulement dans le nombre restreint de cas analysés mais également dans le fait que l'hypothèse de l'efficacité du marché boursier tunisien est probablement bien éloignée de la réalité. Enfin, le fait que ces opérations de privatisation soient réalisées

dans des conditions pas toujours transparentes, pourrait également expliquer cette réaction fortement négative. Du coup, une analyse plus détaillée de ces cas est nécessaire pour mieux appréhender ce qui s'est réellement passé lors de ces privatisations.

CONCLUSION

L'analyse présentée dans cet article permet de dégager plusieurs points saillants relatifs aux opérations de F&A en Tunisie. Il s'agit tout d'abord d'un phénomène relativement récent qui s'est accéléré en 1995 après la signature de l'accord d'association avec l'UE et l'adhésion à l'OMC. Il est de ce fait normal que l'on retrouve quelques similitudes avec ce qui s'est passé au début de l'apparition des F&A dans des pays ayant une expérience plus longue en la matière. Nous retrouvons ainsi une caractéristique fondamentale qui a trait au caractère presque exclusivement horizontal des opérations recensées. À partir du moment où la taille des entreprises tunisiennes est relativement faible, les opérations de type vertical ou conglo-méral sont très rares. Cette faiblesse de la taille peut également expliquer, au moins en partie, une autre caractéristique fondamentale des opérations étudiées : plus de 87 % d'entre elles sont des fusions (dont 58 % sont de type absorption) contre 13 % d'acquisitions (dont 79 % sont des privatisations). Ceci contraste avec le fait que les fusions sont relativement rares dans les pays développés. Les incitations fiscales peuvent également expliquer ces deux caractéristiques (Ati et Srairi, 2004). En termes de taille relative entre initiatrice et cible, les F&A en Tunisie ne dérogent pas au fait stylisé selon lequel les entreprises acquéreuses sont en général de taille plus importante que les cibles (Tichy, 2001). Ainsi, alors que les cibles sont conformes au tissu économique du pays et sont essentiellement des PME, les entreprises initiatrices sont en revanche en majorité de grande taille. La localisation géographique des entreprises initiatrices et cibles est quasiment identique et elle est fortement corrélée avec l'activité économique des régions. La région du Grand Tunis, première zone économique du pays, concentre ainsi plus de la moitié des F&A, loin devant les autres régions. D'un point de vue sectoriel, les opérations de F&A sont plus fréquentes dans l'industrie. Le secteur textile est le plus dynamique en termes de F&A devant l'industrie mécanique et électrique et l'industrie chimique.

Ce secteur a connu une accélération des opérations de F&A à partir de l'année 2005 suite au démantèlement des accords multifibres. Dans le secteur tertiaire, les opérations de F&A connaissent une croissance significative et sont réalisées essentiellement dans la branche du commerce (23,4 % du PIB tertiaire) et des autres services (22,7 % du PIB tertiaire). Ceci est dû à la libéralisation du secteur dans les années 1990 et à la publication du règlement général de l'urbanisme prévoyant l'implantation des grandes surfaces dans les années 2000. Notons enfin que le phénomène des F&A tel qu'analysé dans cet article est presque exclusivement national. Ainsi, seulement 5 % des entreprises initiatrices recensées sont étrangères. Le cadre réglementaire, exigeant un contrôle tunisien majoritaire de l'entité combinée, explique en partie ce constat. Toutefois, il s'avère que les entreprises tunisiennes réagissent à la conjoncture et aux chocs externes à travers, entre autres, des opérations de F&A.

Le deuxième objectif de notre travail a consisté à identifier les motivations de ces F&A et à évaluer leurs performances. Les réponses des dirigeants des entreprises à notre questionnaire montrent, tout d'abord, que leurs principales motivations consistent à rechercher des économies de gamme et de synergies, améliorer la rentabilité de la nouvelle entité, rechercher des économies d'impôt, augmenter la part de marché et la taille de leur entreprise, baisser les coûts de production, entrer sur de nouveaux marchés et réorganiser des filiales. De plus, il apparaît, selon les dires des dirigeants, que les impacts de ces opérations sont conformes à leurs attentes et motivations en les initiant. L'évaluation de la performance s'est basée sur deux approches très classiques : l'approche économique et comptable, d'un côté, appliquée aux entreprises ayant répondu à notre questionnaire ; et l'approche financière, à travers des études d'événements, appliquée à des entreprises parties à une opération de F&A et cotées à la bourse de Tunis.

La comparaison des indicateurs économiques et comptables, post-acquisition et pré-acquisition, des entreprises parties à des opérations de F&A, ne permet pas de montrer que celles-ci ont eu un effet significatif sur leurs performances économique et financière, leur endettement et leur chiffre d'affaires. De ce point de vue, nos résultats sont assez proches de ceux d'un certain nombre d'études antérieures¹⁹ qui n'ont pas trouvé de

19 Voir par exemple, Ravenscraft et Scherer (1987), Ghosh (2001), Yeh et Hosino (2002), Choi et Harmatuck (2006) et Kumar (2009).

preuves statistiques d'une amélioration de la performance comptable des entreprises impliquées. D'autres études²⁰ montrent, au contraire, une augmentation significative de la performance économique et comptable des entreprises suite à une F&A.

Enfin, les résultats des études d'événements montrent que le marché tunisien réagit suite à l'annonce d'une opération de F&A. La réaction est négative et significative pour l'ensemble de l'échantillon étudié ainsi que pour les entreprises initiatrices et les entreprises cibles. Si ces résultats sont cohérents avec l'ensemble des études d'événements²¹ qui concluent que les actionnaires des entreprises initiatrices sont perdants ou faiblement gagnants, ils sont, en revanche, contradictoires avec les conclusions de celles-ci qui trouvent un gain pour les actionnaires des entreprises cibles. Ces différences de résultats par rapport aux études antérieures, réalisées essentiellement dans des pays développés ou émergents, montrent que le marché tunisien de F&A ne peut probablement pas se prêter à la généralisation. Les pays développés et émergents ont, d'une part, expérimenté le processus de F&A à grande échelle et se caractérisent par une expérience largement supérieure à celle de la Tunisie. D'autre part, les entreprises tunisiennes sont de faible taille par rapport aux entreprises de ces pays et sont peu présentes sur le marché boursier.

Les résultats de notre étude sont à prendre avec prudence eu égard aux limites soulignées relatives notamment à la taille restreinte de notre échantillon d'analyse. Toutefois, il s'agit du premier travail d'ampleur effectué pour un pays du Maghreb. Ce phénomène de F&A, appelé à se développer dans le futur proche à la suite de l'ouverture plus importante de l'économie tunisienne, souligne que les entreprises tunisiennes réagissent aux différents chocs extérieurs subis. Il s'agit d'une réaction vitale si elles veulent réellement être concurrentielles sur un marché de plus en plus globalisé. Ce travail mérite bien entendu d'être approfondi et amélioré selon différentes directions (analyse sectorielle, études de cas, etc.) afin de mieux comprendre les F&A et leur impact sur l'économie de ce pays.

20 À l'instar de Healy *et al.* (1992), Powell et Stark (2005) et Lau *et al.* (2008).

21 Jensen et Ruback (1983) ; Andrade *et al.* (2001) ; Graham *et al.* (2002) et Aktas *et al.* (2004).

BIBLIOGRAPHIE

- AKTAS N., DE BODT E., ROLL R. (2004). « Market Response to European Regulation of Business Combinations », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, pp. 731-757.
- ANDRADE G.M., MITCHELL M.L., STAFFORD E. (2001). « New evidence and perspectives on mergers », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, pp. 103-120.
- ATI A., SRAIRI S. (2004). « Théories et pratiques des opérations de fusion en Tunisie », *Revue tunisienne d'économie*, pp. 63-93.
- BARBER B.M., LYON J. (1996). « Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics*, vol. 41, n° 3, pp. 359-399.
- BAKER, C.R., BIONDI Y., ZHANG Q. (2009). « Should Merger Accounting be Reconsidered?: A Discussion Based on the Chinese Approach to Accounting for Business Combinations », *Università degli Studi di Brescia Working Paper No. 91*.
- BAKER, R.C., BIONDI Y., ZHANG Q. (2010). « Disharmony in international accounting standards setting: The Chinese approach to accounting for business combinations », *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 21, n° 2, pp. 107-117.
- BROWN, S.J., T. WARNER J.B. (1985). « Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 3-31.
- CHARLÉTY P., SOUAM S. (2013). « Fusions-acquisitions », in *Encyclopédie Universalis*.
- CHOI J., HARMATUCK D. (2006). « Post- Operating Performance of Construction Mergers and Acquisitions of the United States of America », *Canadian Journal of Civil Engineering*, vol. 33, pp. 266-278.
- DRISS, S. (2007). « L'attractivité des investissements directs étrangers industriels en Tunisie », *Région et Développement*, n° 25, pp. 137-156.
- FAMA, E., FISHER L., JENSEN M., ROLL R., (1969). « The adjustment of stock prices to new information », *International Economic Review*, vol. 10, pp. 1-21.
- FERCHICHI R. (2012). Étude évaluative des effets induits des opérations de fusions-acquisitions opérées en Tunisie, thèse de Doctorat en cotutelle internationale, Université Paris 13 et Université de Sousse (Tunisie), 6 septembre.
- FOWLER, K.L., SCHMIDT D.R. (1989). « Determinants of tender offer post-acquisition financial performance », *Strategic Management Journal*, vol. 10, pp. 339-350.
- GHOSH A. (2001). « Does operating performance really improve following corporate acquisitions? », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, pp. 151-178.
- GRAHAM J., LEMMON M., WOLF J. (2002). « Does corporate diversification destroy value? », *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 695-720.
- HEALY P.M., PALEPU K.G., RUBACK, R. (1992). « Does corporate performance improve after mergers? », *Journal of Financial Economics*, vol. 31, pp. 135-175.
- HÉDFI M.R. (2011). Norme IFRS pour PME : présentation et étude d'opportunité pour la Tunisie, Mémoire en vue de l'obtention du diplôme national d'expertise comptable, Université de la Manouba.
- JENSEN M.C., MECKLING W.H. (1976). « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

- JENSEN M.C., RUBACK R.S. (1983). « The market for corporate control: The scientific evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50.
- KAMALY, A. (2007). « Trends and Determinants of Mergers and Acquisitions in Developing Countries in the 1990's », *International Research Journal of Finance and Economics*, n° 8, pp. 16-30.
- KARRAY, Z., TOUMI S. (2007). « Investissement direct étranger et attractivité. Appréciation et enjeux pour la Tunisie », *Revue d'économie régionale et urbaine*, n° 3, pp. 479-501.
- KUMAR R. (2009). « Post-Merger Corporate Performance: an Indian Perspective », *Management Research News*, vol. 32, pp. 145-157.
- LABELLE R., SCHATTA A. (2005). « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 3, pp. 77-104.
- LAU B., PROIMOS A., WRIGHT S. (2008). « Accounting Measures of Operating Performance Outcomes for Australian Mergers », *Journal of Applied Accounting*, vol. 9, pp. 168-180.
- LUEDI, T. (2008). « China's track record in M&A », *The McKinsey Quarterly*, n° 3, pp. 77-81.
- NAYYAR, D. (2008). « The Internationalization of Firms From India: Investment, Mergers and Acquisitions », *Oxford Development Studies*, vol. 36, n° 1, pp. 111-131.
- POWELL, R., STARK A. (2005). « Does Operating Performance Increase Post-Takeover for UK Takeovers? A Comparison of Performance Measures and Benchmarks », *Journal of Corporate Finance*, pp. 293-317.
- RAVENSCRAFT D.J., SCHERER F.M. (1987). *Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency*, The Brookings Institution.
- STEPHEN, J., MOORE W. (2006). « Does increased merger activity cause investment? », presentation at the 27th Annual Review Seminar Research Department, Central Bank of Barbados, July 25-28, 10 p.
- TICHY, G. (2001). « What Do We Know about Success and Failure of Mergers? », *The Journal of Industry, Competition and Trade*, vol. 1, n° 4, pp. 347-394.
- TOUMI, S. (2009). « Facteurs d'attractivité des investissements directs étrangers en Tunisie », *L'Actualité économique*, vol. 85, n° 2, pp. 209-237.
- YEH T., HOSHINO Y. (2002). « Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent Mergers », *Japan and the World Economy*, vol. 14, pp. 347-366.