

## **Conditions d'existence, identification et classification des options réelles dans les projets de fusions-acquisitions**

**Ben Flah, Inès**

**Institut Supérieur de Gestion de Tunis, Tunisie**

**inesbf@hotmail.fr**

### **Résumé :**

---

L'objectif de cet article est de proposer une opérationnalisation du concept d'option réelle dans les différentes phases de mise en place d'un projet de fusion-acquisition. L'essor très important qu'a connu le nombre de publications sur l'approche des fusions-acquisitions par la méthode des options réelles depuis le milieu des années 1990 contraste avec leur faible utilisation par les managers. Sur cette base, nous étudions, dans une première section, la pertinence d'une approche optionnelle dans la gestion d'un projet de fusion-acquisition. Il s'agit notamment de vérifier que les conditions d'existence des options réelles sont réunies. Nous proposons, ensuite, l'identification des différentes catégories d'options réelles émergeant des projets de fusions-acquisitions à partir d'une étude qualitative exploratoire menée auprès d'experts (banquiers d'affaires, conseillers en fusion-acquisition, conseillers en stratégie, responsables des « Financial Transaction Services » et experts-comptables). A partir de l'analyse des données qualitatives recueillies, nous proposons une nouvelle typologie d'options réelles affinant la typologie traditionnelle d'options stratégiques de croissance et d'options de flexibilité de Trigeorgis (1993). L'objectif de ce papier est de proposer des contributions aussi bien théoriques qu'empiriques sur un sujet novateur et d'actualité. Au-delà de l'identification et de la proposition d'une nouvelle grille de lecture des options réelles liées aux fusions-acquisitions, cette recherche présente un intérêt managérial. Il s'agit de créer une piste de dialogue entre le monde de la finance et celui de la stratégie en proposant une opérationnalisation d'un outil financier à l'échelle des décisions stratégiques de fusions-acquisitions.

**Mots-clés :** options réelles, fusions-acquisitions, étude exploratoire, apports conceptuels, apports stratégiques.

---

## **Conditions d'existence, identification et classification des options réelles dans les projets de fusions-acquisitions**

### **INTRODUCTION**

Les opérations de fusion-acquisition sont importantes pour le développement des entreprises. Associées aux politiques de croissance externe, elles sont essentiellement guidées par les motivations de réalisation des synergies, d'accroissement des parts de marché, de réalisation des économies d'échelle....Le défi majeur que les acquéreurs ont à relever est d'évaluer, à priori, avec précision les coûts, les économies et les gains que les fusions-acquisitions engendreront, à posteriori. Dans la réalité, les erreurs dans l'élaboration des stratégies d'évaluation de la cible et de son potentiel de création de valeur ainsi que le choix du timing opportun à l'investissement risquent d'entacher le bien-fondé des opérations de fusion-acquisition. Le taux d'échec de celles-ci est estimé entre 50% et 70%. Cette insatisfaction s'explique essentiellement par l'inefficacité de la gestion des phases préparatoires du closing de l'opération de fusion-acquisition.

L'évaluation d'un projet de fusion-acquisition basée seulement sur des critères purement financiers (les multiples boursiers et transactionnels, la méthode de la Valeur Actuelle Nette) contribue à sous-estimer la valeur lorsque les opportunités de croissance émanant de ce projet sont importantes. Dans la réalité, en raison de la présence d'asymétrie d'information, il devient difficile d'obtenir des informations sur les marchés et notamment les différentes sources de risque liées aux aléas de la conjoncture auxquelles l'acquéreur fait face dès les premiers ciblage et jusqu'à la signature du closing. De ce fait, l'acquéreur trouve une grande difficulté à saisir les changements environnementaux et identifier les investissements nécessaires pour s'y adapter avant d'investir dans la phase engageante du closing.

Compte tenu de tous ces éléments, les chercheurs se sont focalisés sur la détermination d'outils de prévision pouvant aider les managers à mieux préparer leurs processus de fusion-acquisition, à évaluer les opportunités de croissance futures et à gérer l'incertitude en mettant en œuvre des corrections à mi-parcours. C'est dans ce contexte que la théorie des options réelles a été mobilisée. Les options réelles se situent aux confluent de la stratégie et de la

finance. Appliquées aux fusions-acquisitions, l'idée sous-jacente est que l'acquéreur d'une cible mette en œuvre sa capacité distinctive à capturer la flexibilité managériale en réponse aux conditions évolutives des conditions du marché. Les premières applications d'évaluation des options réelles reviennent à Myers (1977). Les options réelles permettent une approche plus flexible du choix d'investissement dans un contexte incertain. Une option réelle est un droit, et non une obligation de prendre une décision d'investissement dans un actif réel à un date donnée (option européenne) ou pendant une période donnée (option américaine) à un prix convenu d'avance qui est le prix d'exercice. Les options réelles résultent de la transposition de la théorie des options financières au monde des investissements réels. Les travaux de Smith et Triantis (1995) marquent le point de départ des travaux académiques sur l'approche des fusions-acquisitions par la méthode des options réelles. Bien que la littérature reconnaisse un intérêt croissant aux options réelles non seulement comme un outil financier mais également comme un outil de gestion (Philippe 2004), les tentatives d'opérationnalisation des options réelles restent très rares.

Cet article est scindé en 3 sections. Nous étudions, dans une première section, la pertinence de l'approche des projets de fusion-acquisition par les options réelles. Il s'agira notamment de vérifier que leurs conditions d'existence, en termes de présence (1) de risque, (2) de diffusion progressive de l'information, (3) de flexibilité et (4) d'irréversibilité, sont réunies.

Dans une deuxième section, nous présentons notre étude empirique. Nous exposons notre population d'étude, la méthodologie suivie et les techniques de collecte des données. La troisième section est réservée à l'identification des options réelles sous-jacentes aux projets de fusions-acquisitions en nous basant sur l'analyse du contenu du discours d'un échantillon d'experts en fusions-acquisitions. Dans cette même section, nous procédons à une classification des options identifiées conformément aux préconisations de Trigeorgis (1993), tout en affinant la typologie qu'il propose.

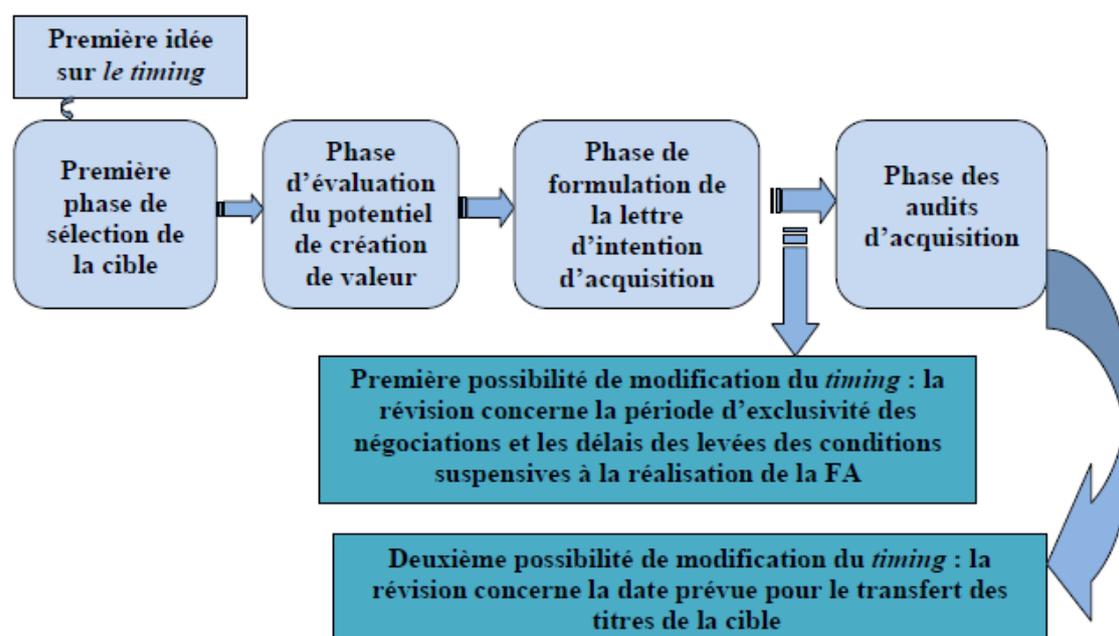
## **1. LES CONDITIONS D'EXISTENCE DES OPTIONS REELLES DANS LES PROJETS DE FUSIONS-ACQUISITIONS**

D'après Bowman et Hurry (1993), chaque décision d'investissement peut être analysée à travers le prisme des options réelles. Au contraire, selon Damodaran (2000), l'analyse par les options réelles n'est pas adaptée à toutes les opportunités d'investissement. En réalité, les options réelles ne sont pas formalisées par des contrats. De ce fait, rien ne garantit que les

opportunités d'investissement puissent être nécessairement analysées au travers du prisme des options réelles. Par exemple, l'intensification de la concurrence réduit les marges de manœuvre des entreprises sur un marché donné. D'un point de vue pratique, ces entreprises ne disposent pas forcément de la flexibilité managériale nécessaire à la détermination de la valeur de l'option. En conséquence, il devient judicieux de s'interroger sur la possibilité et la pertinence de l'analyse des opportunités de fusion-acquisition à partir d'une approche optionnelle. Selon Goffin (1999), pour qu'une décision d'investissement soit analysée par la méthode des options réelles, quatre conditions doivent être simultanément réunies : (1) l'existence d'un risque ; (2) la révélation d'information ; (3) la flexibilité du projet et (4) l'irréversibilité de l'investissement initial. Kamrad (1995), Coff et Laverty (2001) soulignent que lorsque ces conditions ne sont pas simultanément remplies, nous ne nous trouvons pas dans une logique optionnelle. Dans cette section, nous explorons les conditions d'existence des options à l'échelle du processus de fusion-acquisition.

La figure 1 illustre les étapes de mise en place d'un projet de fusion-acquisition allant de la phase de sélection de la cible jusqu'à la réalisation des audits d'acquisition.

**Figure 1. Déroulement des phases de mise en place d'un projet de fusion-acquisition**



## 1.1. LES SOURCES DE RISQUE

Lors de la mise en place d'un projet de fusion-acquisition, les principales sources de risque sont essentiellement liées à :

- une mauvaise estimation du risque opérationnel de l'activité de la cible, recouvrant le risque de marché, le risque technologique, etc.
- une mauvaise définition du risque économique du métier de la cible : il s'agit particulièrement du risque de marge et le risque des devises ;
- la présence d'un risque financier lié à la structure financière (cible très endettée) ;
- la présence d'un risque de préemption lié à la disparition de l'opportunité d'acquisition de la cible compte tenu de l'état de la concurrence.

En s'engageant progressivement dans le processus de fusion-acquisition, l'acquéreur est confronté au risque lié à une mauvaise estimation des synergies liées au rapprochement. En réalité, la concurrence entre les acheteurs potentiels de la cible devrait conduire l'offreur ayant des possibilités de synergie à proposer la prime la plus élevée. Ceci explique le paradoxe de la nullité des gains pour les actionnaires de l'offreur. Or, les anticipations des synergies sont incertaines. Elles peuvent être surestimés ou sous-estimés. Il y a de fortes chances que l'acquéreur ait surestimé les bénéfices de l'opération et par conséquent le prix d'achat de la cible (ou la parité d'échange). Il s'agit, dans ce cas, du risque d'une prise en compte de « synergies théoriques ». Celles-ci sont intégrées dans l'évaluation mais, une fois le rapprochement réalisé, ne peuvent jamais se traduire dans les flux de trésorerie futurs.

En accédant à l'étape de formulation de la lettre d'intention d'acquisition, l'acquéreur demande l'exclusivité des négociations avec le vendeur potentiel. A ce stade, le risque porte essentiellement sur l'inacceptation de l'offre indicative par la cible qui pourrait, en conséquence, se retourner vers un autre acheteur potentiel. Cette situation est fréquente lorsque la cible désapprouve le contenu de la lettre d'intention d'acquisition. Elle peut, à titre d'exemple, contester le prix d'acquisition proposé, juger trop longs les délais des levées des conditions suspensives à la réalisation de l'opération, désapprouver les conditions d'ajustement et de règlement du prix ainsi que les modalités de la garantie actifs/passifs. La cible peut également juger trop longs les délais de la période d'exclusivité des négociations ou remettre en question la crédibilité des délais fixés par l'acquéreur pour qu'elle contresigne la lettre d'intention d'acquisition proposée.

A l'étape des audits d'acquisition, le risque est essentiellement lié à la présence d'une asymétrie d'information entre l'acquéreur et la cible qui n'a pas été totalement réduite en accédant à la data room. Ce risque peut être amplifié par l'optimisme managérial de l'acquéreur. L'acquéreur peut s'abstenir à réviser les conditions de son offre même si les rapports des audits d'acquisition révèlent des informations défavorables. Il procède alors à l'acquisition de la cible non rentable et croire que le risque encouru est facilement maîtrisable par une bonne mobilisation de ses compétences (Shapira 1995, Vlek et Stallen 1980). Il s'agit d'un problème de « management hubris » au sens de Roll (1986). Outre les risques d'ordre comportemental, plusieurs sources de risque sont particulièrement présentes dans la phase des audits d'acquisition. Il s'agit notamment du risque comptable et financier, les risques juridiques relatifs aux contrats de la cible, les risques d'ordre fiscal et les risques liés au capital humain.

## **1.2. LA RÉVÉLATION PROGRESSIVE DE L'INFORMATION**

Pour les options financières, le mécanisme de révélation d'information se fait d'une manière passive. En effet, la valeur du sous-jacent est observable à tout moment sur le marché. A la date d'échéance de l'option, l'investisseur connaît à la fois la valeur de l'actif sous-jacent ainsi que son prix d'exercice. Il est donc en parfaite connaissance du montant du « pay-off » en cas d'exercice de son option. En revanche, dans le cas des options réelles, l'incertitude sur la valeur du projet existe au moment de la réalisation de l'investissement initial. Le paiement de la mise de fonds initiale est assimilé à l'acquisition d'une option. Cette option n'est exercée que lorsque l'incertitude se résout avec le temps (Merton 1998) grâce à la diffusion progressive de nouvelles informations. Dans la pratique, l'acquisition d'informations peut réduire l'incertitude, mais pas l'éliminer (Bellalah, 2001).

Ce phénomène de révélation d'information peut être réalisé soit de façon passive (cas des options financières), soit de façon active.

Le mécanisme de révélation d'information dépend largement du type d'incertitude à résoudre (Fichman *et al*, 2005). L'absence de révélation progressive de l'information expose le manager à deux types de décisions erronées :

- exercer une option alors que le projet n'est pas rentable, ou abandonner une option alors que le projet est rentable ;
- maintenir une option envie alors qu'elle devrait être exercée (Coff et Laverty, 2001).

L'asymétrie d'information, principale source de risque dans les opérations de fusion-acquisition, peut être réduite par la divulgation d'informations sur les perspectives de croissance de l'entreprise. Dans le cadre de ces opérations, la cible joue du levier de l'information à diffuser avec beaucoup de prudence. En effet, l'échange de l'information permet de préserver l'intérêt de l'acheteur en l'engageant progressivement dans le processus d'acquisition. Le principe est donc celui de la distribution progressive de l'information, à bon escient. L'acquéreur joue le jeu inverse dans le sens où il ne s'engage que pour obtenir plus d'informations sur la cible.

L'accord de confidentialité est une première condition à la diffusion de l'information privilégiée sur la cible. Les clauses portant sur la confidentialité des échanges entre l'acheteur et le vendeur (ou leurs conseils respectifs) font souvent l'objet de négociations. Une fois l'engagement de confidentialité signé, les acheteurs potentiels reçoivent un mémorandum d'information. Après l'avoir réceptionné, l'acquéreur a le droit de poser un nombre limité de questions qui lui permettent d'approfondir ses connaissances sur la cible potentielle et de calculer sa valeur. La communication du document de présentation de la cible à l'acquéreur potentiel est donc le premier support formel d'échanges d'informations. Les résultats issus de la détermination des synergies de revenus et de coûts deviennent, à leur tour, une source d'information qui permet à l'acquéreur d'identifier la part de ses actionnaires dans le potentiel de création de valeur du nouvel ensemble issu du rapprochement. La mesure de la création de valeur qui revient aux actionnaires de l'initiateur constitue une véritable mine d'informations et un support à la négociation de la fourchette du prix d'acquisition de la cible (ou de la parité d'échange). Entre la date de soumission de la lettre d'intention d'acquisition au vendeur et son acceptation par ce dernier, de nouvelles informations sur les conditions d'obtention du financement ainsi que sur les délais nécessaires à la réalisation des audits d'acquisition parviennent à l'acquéreur. Ces informations sont généralement communiquées par les organismes de crédit et par les auditeurs. L'accès à ces nouvelles informations permet à l'acquéreur soit de maintenir son intention d'acheter la cible ou de l'infirmer.

L'accès à l'information est également garanti par le recours aux travaux d'audits d'acquisition. Il s'agit d'une procédure par laquelle les entreprises mettent à la disposition l'une de l'autre les informations nécessaires à leur évaluation respective en vue de renégocier la parité. L'accès à l'information se fait par la consultation des comptes de la cible dans les data room qui permet à l'acquéreur de vérifier les actifs cédés, la quantification des risques sur les actifs identifiés et sur les éléments de passifs existants ou potentiels. Il s'agit d'une

pièce qui se trouve en dehors des locaux de la cible, dont l'accès est très limité. En y accédant, l'acquéreur potentiel reçoit des informations supplémentaires sur la cible, notamment juridiques, financières, comptables et fiscales, qui lui permettront de réviser son évaluation et plus particulièrement le prix de la transaction. Des data room en ligne sont parfois disponibles essentiellement sur des sites internet sécurisés. Il existe, également, d'autres moyens de collecte de nouvelles informations telle l'organisation de « Management Presentations » où la cible demande à l'acquéreur potentiel de lui transmettre les points qu'il désire approfondir ou l'organisation de visites aux sites de la cible (sites de production, magasins, etc.). La condition de révélation progressive de l'information est donc respectée dans toutes les étapes du projet de fusion-acquisition.

### **1.3. LA FLEXIBILITE MANAGÉRIALE**

La troisième condition d'existence des options réelles est celle de la présence de la flexibilité managériale au niveau du choix d'investissement. D'après Bowman et Hurry (1993), Dixit et Pindyck (1994), Kogut et Kulatilaka (1994), Trigeorgis (1996), Mc Grath (1999), Luehrman (1998), Amram et kulatilaka (1999), la théorie des options réelles est axée sur la détermination du surplus de création de valeur liée à la détention de positions flexibles par rapport aux choix d'investissement. Selon Cohendet et Llerena (1989), la flexibilité est définie comme la possibilité pour un décideur de pouvoir à tout moment reconsidérer ses choix dans le but de maintenir l'optimalité de sa décision. Dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions, les leviers de flexibilité sont plus ou moins importants suivant le positionnement dans le processus de fusion-acquisition. Ceci s'explique par le fait que le potentiel de création de valeur de la cible n'est pas encore clair et les évolutions possibles du processus de fusions-acquisitions sont très nombreuses. A toute étape, l'acquéreur dispose du droit, et non l'obligation, d'avancer vers l'étape suivante. Il dispose également de la possibilité d'abandonner les négociations avec la cible. La valeur de la flexibilité managériale est donc très élevée. Elle diminue au fur et à mesure que l'acquéreur s'engage dans le processus de fusion-acquisition. Plus on se situe dans une phase en amont, moins les modifications sont coûteuses d'une part et plus les possibilités de modification sont nombreuses d'autre part.

### **1.4. L'IRRÉVERSIBILITÉ DE L'INVESTISSEMENT DANS LES PROJETS DE FUSION-ACQUISITION**

La dernière condition d'utilisation des options réelles exige que les coûts d'investissement soient totalement ou en partie irréversibles. Cette condition est liée au caractère irréversible de l'exercice de l'option et donc de l'investissement lui-même. L'irréversibilité de l'investissement a été largement traitée dans les travaux d'Henry (1974) qui a présenté un vaste champ de réflexion dans la théorie des ressources non renouvelables. Ce dernier définit l'irréversibilité comme: « A decision is considered irreversible if it significantly reduces for a long time the variety of choices that would be possible in the future ». Sur les marchés financiers, l'achat de la prime d'option est irréversible même si par la suite l'option n'est pas exercée. En l'absence de vendeur à qui on paie le prix de l'option réelle, l'irréversibilité est liée à l'inexistence de marché secondaire pour les actifs réels. Les coûts généralement consentis pour l'acquisition de l'option et de l'investissement sous-jacent sont irrécupérables. Le prix d'acquisition payé par l'acheteur à la cible est irréversible.

Si la condition d'irréversibilité est généralement remplie, les trois autres conditions peuvent être partiellement réalisées. Cela nous renvoie aux travaux de Durand, Gomez et Monin (2002) qui mettent l'accent sur le degré de relâchement des hypothèses d'application des options réelles aux projets d'investissement. En réalité, l'usage des options réelles est accompagné de quelques précautions. Afin d'être certains que ces conditions d'application sont respectées, Durand, Gomez et Monin (2002) proposent trois méthodologies possibles d'utilisation des options réelles : l'utilisation « pure », l'utilisation « restreinte » et l'utilisation « métaphorique ».

Les options réelles ayant des propriétés proches des options financières, pour lesquelles il existe un marché valorisant les actifs dans un environnement donné, sont utilisées de manière « pure ». En revanche, dans le cas de l'utilisation « restreinte », la valorisation des options se fait en interne, sans recours au marché, grâce au développement d'une certaine expertise de la part de l'acquéreur. Durand, Gomez et Monin proposent une autre utilisation différenciée de la théorie des options réelles en développant la notion d'utilisation « métaphorique », au fur et à mesure que l'on s'éloigne des conditions de marché. L'utilisation « métaphorique » de la méthode des options réelles consiste à explorer ce que serait la réalité si le projet d'investissement relevait uniquement de la théorie. Il s'agit de faire l'hypothèse que les acteurs partagent les mêmes représentations sur les conditions de fonctionnement du marché et que ce marché valorise les actifs sous-jacents des options réelles. Les options réelles liées au processus d'évaluation et au choix du *timing* d'un projet de FA sont des options très

spécifiques ayant des caractéristiques différentes de celles des options échangées sur un marché financier. L'utilisation « pure » de ces options serait abstraite. Les utilisations « restreintes » et « métaphoriques » sont les plus adaptées à notre sujet.

Remplissant, ne serait-ce de façon partielle, les quatre conditions citées supra, les projets de fusions-acquisitions se prêtent donc à une analyse à base d'options réelles.

## **2. L'ÉTUDE EMPIRIQUE**

A partir de l'analyse du discours d'un échantillon d'experts en fusion-acquisition, notre étude exploratoire a pour objectif d'identifier les options réelles qui sont présentes dans les projets de fusion-acquisition. D'une manière générale, la question de la méthodologie d'utilisation des options réelles est négligée par la littérature. Comment identifier une option réelle ? En quoi consiste une analyse optionnelle ? A quel stade du processus de décision l'analyse optionnelle peut-elle intervenir ? Autant de questions qui restent en suspens.

Sur la base de ces résultats, nous procédons à la classification des options identifiées dans le discours des experts conformément à la littérature. Les options les plus invoquées dans la littérature sont celles issues de la typologie de Trigeorgis (1993). Ce dernier distingue deux grandes catégories d'options réelles. La première catégorie est celle des options stratégiques de croissance. Celles-ci valorisent les opportunités de développements qui vont être mises en œuvre si le projet est un succès. L'intérêt des opportunités de croissance a été souligné au départ par Miller et Modigliani (1961) et ensuite par Myers (1977). Ces auteurs ont proposé de déterminer la valeur d'un investissement comme la somme des actifs réels et les opportunités de croissance de l'entreprise. Les options stratégiques de croissance présentent une grande analogie avec les options financières. Il s'agit, en réalité, d'options d'achat sur la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs générés par les opportunités de croissance futures.

La deuxième catégorie d'options est celle des options de flexibilité. Elles sont associées à la capacité du management d'adapter et d'optimiser la gestion du projet en fonction des aléas de la conjoncture. Ces options valorisent la flexibilité opérationnelle (Trigeorgis 1988) qui correspond à la création de valeur associée aux actions du management afin d'adapter un projet aux éventuelles évolutions de l'environnement. La valeur de la flexibilité managériale correspond alors à la différence entre les espérances de gains liés à la possibilité de s'adapter

à la conjoncture et les coûts associés aux modifications des décisions précédentes. Nous tentons, à travers notre étude, d'affiner la grille de lecture des options proposée par Trigeorgis (1993).

## **2. 1. POPULATION DE L'ETUDE ET ECHANTILLONNAGE DES REpondANTS**

### **2. 1. 1. Taille de la population**

Selon Evrard, Pras et Roux (2003, p100), les études qualitatives sont menées auprès « d'échantillons de taille réduite qui n'ont aucun objectif de représentativité au sens statistique du terme, mais qui répondent à des critères de pertinence de la structure de la population étudiée compte tenu du problème spécifique de l'étude ». La sélection de notre échantillon n'est pas aléatoire. Le but est d'obtenir, à partir d'un échantillon « modeste » de répondants, une grande diversité des points de vue sur l'approche optionnelle des fusions-acquisitions. Afin de déterminer le nombre d'entretiens à réaliser ainsi que les catégories des personnes devant être interrogées, nous menons notre étude exploratoire tout en cherchant à mettre en lumière les éléments pouvant faire varier les réponses des experts. Nous suivons en cela les recommandations de Romelaer (2000). L'obstacle majeur de cette question de variété des réponses est que cela reste très difficile à obtenir concrètement, ce qui nous a conduits à faire un compromis par rapport au choix des répondants et le nombre d'entretiens à réaliser. Forts de ce constat, nous avons favorisé et comme le mentionnent Evrard, Pras et Roux (2003), la richesse du contenu des réponses, sa profondeur, sa diversité et sa qualité. En effet, nous avons procédé de telle sorte que chaque interviewé connaisse parfaitement les pratiques de gestion des phases de fusion-acquisition. Par rapport à la question des options réelles, il était beaucoup plus difficile de trouver des experts en fusion-acquisition ayant une bonne connaissance en la matière. Afin de nous garantir une bonne qualité des réponses, nous nous sommes assuré avant la réalisation de chaque entretien que la personne à interroger connaissait les principes fondamentaux de la théorie des options réelles.

La taille de notre échantillon a été également choisie de manière à assurer une confiance acceptable dans les résultats de l'analyse. Pour bien définir cette taille, nous nous sommes basée sur le principe de saturation. Une fois celle-ci atteinte, nous avons mis fin à la collecte des données. Nous n'avons donc pas cherché à déterminer le nombre de répondants nécessaires mais à justifier la taille optimale de l'échantillon en fonction de sa capacité à

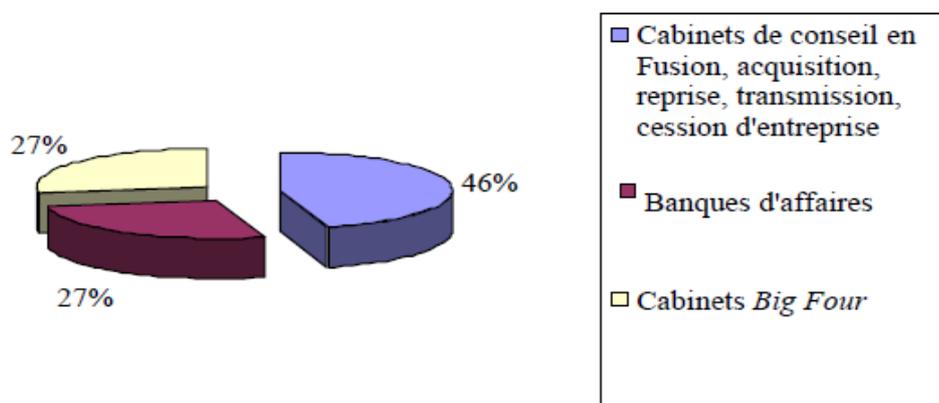
atteindre la saturation théorique (Strauss et Corbin 1997). Celle-ci est atteinte lorsque le répondant n'apporte plus, dans son discours, d'information supplémentaire susceptible d'enrichir la compréhension du sujet étudié. Au total, nous avons interrogés 11 experts en fusion-acquisition et atteint la saturation au bout du huitième entretien.

### 2.1.2. Expertise des répondants

46% des répondants évoluent dans des cabinets de conseil spécialisés dans les fusions, acquisitions, transmissions, cessions et reprises d'entreprises. 27% des experts évoluent dans les banques d'affaires et plus précisément dans les départements de fusion-acquisition. Les 27% qui restent de notre échantillon travaillent dans les plus grands cabinets d'audits, les « Big Four ».

La figure 2 montre la répartition des 11 experts que nous avons interrogés.

**Figure 2. La répartition de l'échantillon des experts**



## 2.2. MÉTHODOLOGIE DE L'ÉTUDE

Le protocole de recherche privilégié dans les études qualitatives est l'entretien. Il nous permet d'interroger les personnes constituant notre échantillon sur les comportements et les usages et de déceler les éléments principaux d'un processus de décision. L'entretien de recherche est défini par Grawitz (2001, p644) comme étant « un procédé d'investigation scientifique, utilisant un processus de communication verbale, pour recueillir des informations en relation avec le but fixé ». Grâce à l'emploi des questions ouvertes, l'entretien semi-directif centré permet au répondant de s'exprimer spontanément (Thiétart 2003). Il permet ainsi d'obtenir un

niveau d'information plus précis et plus profond sur les usages, les perceptions, les comportements et de mieux comprendre les éléments constitutifs de notre recherche. Nous avons opté pour cette méthode pour assurer la richesse et la quantité d'informations ainsi que l'émergence -à partir du terrain- des concepts que nous n'avons pas envisagés à priori.

### **2.3. LA COLLECTE DES DONNÉES**

Le guide d'entretien nous a permis de lister les catégories et les sous-catégories qui doivent être abordés au cours de l'entretien et de centrer le discours des personnes interrogées. Il correspond à l'ensemble des activités d'écoute de la part du chercheur et d'intervention de la part du répondant. C'est dans cette optique que nous avons utilisé le guide d'entretien (encadré1).

#### **Encadré 1- Guide d'entretien détaillé**

##### **Les options réelles dans un projet de fusion-acquisition**

- Quelles sont les options réelles présentes dans la phase de sélection de la cible ?
- Pouvez-vous donner un intitulé clair et explicite à ces options ?
- Pouvez vous me la décrire cette ou ces option(s) ?
- Quelles sont les options réelles présentes dans la phase d'évaluation du potentiel de création de valeur ?
- Pouvez-vous donner un intitulé clair et explicite à ces options ?
- Pouvez vous me la décrire cette ou ces option(s) ?
- Quelles sont les options réelles présentes dans la phase de formulation de la lettre d'intention d'acquisition ?
- Pouvez-vous donner un intitulé clair et explicite à ces options ?
- Pouvez vous me la décrire cette ou ces option(s) ?
- Quelles sont les options réelles présentes dans la phase des audits d'acquisition ?
- Pouvez-vous donner un intitulé clair et explicite à ces options ?
- Pouvez vous me la décrire cette ou ces option(s) ?
- Quelles sont les options réelles liées au choix du timing dans un processus de fusion-acquisition ?
- Pouvez-vous donner un intitulé clair et explicite à ces options ?
- Pouvez vous me la décrire cette ou ces option(s) ?
- À quel (s) niveau(x) du processus de fusion-acquisition apparaissent les options de timing ?

Les 11 entretiens réalisés ont été intégralement retranscrits. Nous avons eu recours au logiciel NVIVO pour le codage et l'analyse quantitative du discours des experts interrogés.

### **3. IDENTIFICATION, CLASSIFICATION ET ANALYSE DES OPTIONS RÉELLES DANS LES PROJETS DE FUSIONS-ACQUISITIONS**

#### **3.1. IDENTIFICATION, CLASSIFICATION ET ANALYSE DES OPTIONS RÉELLES DANS LA PHASE DE SÉLECTION DE LA CIBLE**

A la suite de la réception des documents de présentation des cibles potentielles, l'acquéreur dispose d'une première option qui est celle de l'acquisition de plusieurs cibles potentielles (1,61% des citations dans la catégorie « identification des options réelles dans la phase de sélection de la cible »). A partir d'un premier « tour de piste », il choisit la cible pour la quelle il souhaiterait approfondir l'analyse. En termes optionnels, l'exercice de l'option d'acquisition de plusieurs cibles potentielles donne à l'acquéreur le droit d'exercer une seconde option qui est celle de rentrer en dialogue avec une cible particulière (1,61% des citations dans la même catégorie). L'ensemble de ces deux options forme une option composée, où l'exercice de la première donne le droit, et non l'obligation d'exercer la deuxième. Il s'agit donc d'une option d'investissement séquentiel qui est une option de flexibilité au sens de Trigeorgis (1993). Dans le but de maintenir sa position face à l'évolution de l'environnement et des actions de ses concurrents, l'acquéreur dispose d'options stratégiques de type défensif. Ce type d'options a reçu 14,52% des citations des répondants dans la catégorie « identification des options réelles dans la phase de sélection de la cible ». La détention de ces options donne à l'acheteur le droit d'acquérir les flux de trésorerie futurs de la cible afin d'éviter qu'un concurrent important n'acquiert un avantage concurrentiel supplémentaire qui peut remettre en question sa propre activité. Ces options sont particulièrement intéressantes dans les secteurs oligopolistiques où le recours aux fusions-acquisitions se fait en réaction au comportement du (ou des) concurrent(s), ou par simple anticipation de celui-ci. En prenant comme référence les travaux de Trigeorgis (1993), nous parvenons à classer les options stratégiques de type défensif dans la catégorie des options stratégiques de croissance.

De plus, l'un des objectifs des opérations de fusion-acquisition est de prendre position sur des marchés nouveaux et porteurs de nouvelles opportunités de développement des activités actuelles. En termes optionnels, il s'agit des options liées à la stratégie de positionnement (1,61% des citations dans la catégorie « identification des options réelles dans la phase de sélection de la cible ». Celles-ci sont des options stratégiques de croissance qui donne à

l'acquéreur le droit, et non l'obligation, de prendre rapidement des parts de marché aux concurrents sur des zones géographiques indispensables au développement de son activité.

Compte tenu de son degré de connaissance du marché, l'acquéreur a l'opportunité de renforcer son pouvoir de domination ou d'influence sur ce marché. Il s'agit des options liées à la connaissance du marché qui sont des options stratégiques de croissance.

A l'issue de la phase de sélection de la cible, l'acquéreur dispose du droit de continuer à investir dans les prochaines phases du processus d'acquisition de la cible. Il s'agit de l'option de continuer que nous classons en tant qu'option de flexibilité. Cette dernière occupe 1,61% des citations dans la catégorie « identification des options réelles dans la phase de sélection de la cible ».

En se référant au discours de nos répondants, nous déduisons que la formulation de la lettre d'intention d'acquisition correspond à un deuxième moment de sélection de la cible. Lors de cette phase, l'acquéreur transmet son intention d'acquérir une cible en particulier. En général, il s'agit de la cible dont les objectifs sont similaires aux siens (orientations stratégiques, économiques, objectifs financiers, culturels, organisationnels, etc.) et dont le prix d'acquisition est jugé pertinent compte tenu de son potentiel de création de valeur. Il procède, ainsi, à la formulation d'une offre indicative qui lui donne le droit de rentrer en période d'exclusivité des négociations avec la cible.

L'un des experts interviewés annonce que : « Dans l'évaluation, il y a aussi la phase de LOI (Letter of Intent est une dénomination anglo-saxonne de la lettre d'intention d'acquisition). Le processus d'évaluation, ça commence de la recherche et la collecte d'informations et ça va jusqu'à la négociation sur la valeur, quand on signe la LOI, on a fixé notre choix de la cible, je dirais même que c'est un deuxième moment de choix de cible après le premier qui, lui, se fait au regard de l'info mémo ».

En étant identifiée par les répondants en tant que deuxième moment de choix de la cible, nous intégrons l'option de formuler la lettre d'intention d'acquisition dans la catégorie « identification des options réelles dans la phase de sélection de la cible ». L'option d'abandon qui a été largement citée dans cette phase se trouve, selon les experts, dans le deuxième moment de choix de la cible qui correspond à la formulation de la lettre d'intention d'acquisition. Nous décrivons, plus loin, en détail ces options.

Le tableau 1 reprend la classification des options réelles présentes dans la phase de sélection de la cible conformément aux critères de la littérature ainsi que les décisions d'investissement auxquelles ces options apportent des éléments de réponse.

**Tableau 1- Les typologies d'options réelles dans la phase de sélection de la cible et leurs apports conceptuels à la décision d'investir**

Options stratégiques de croissance	Options de flexibilité
Options stratégiques de type défensif Options réelles liées à la connaissance du marché Options réelles liées à la stratégie de positionnement	Option composée formée à partir de l'option d'acquisition de plusieurs cibles potentielles écrite sur l'option de rentrer en dialogue avec une cible particulière
Décision étudiée	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Réduire le nombre de cibles potentielles parmi celles candidates au rapprochement.</li> <li>- Choisir une stratégie de positionnement par rapport au marché et par rapport à la concurrence.</li> <li>- Pertinence du choix de poursuivre le processus d'acquisition de la cible si les Conditions du marché sont favorables.</li> <li>- Possibilité d'abandonner le projet d'acquisition de la cible si des signes d'échec sont détectés.</li> </ul>	

### **3.2. IDENTIFICATION, CLASSIFICATION ET ANALYSE DES OPTIONS RÉELLES DANS LA PHASE D'ÉVALUATION DU POTENTIEL DE CRÉATION DE VALEUR**

Lors de l'évaluation du potentiel de création de valeur, l'acquéreur dispose d'options de synergies. Citées 63 fois par 5 de nos répondants, ces options représentent 58,88% de leurs citations dans la catégorie « identification des options réelles dans la phase d'évaluation du potentiel de création de valeur ». Les options de synergies regroupent plusieurs catégories d'options. Il s'agit principalement :

- des options de réaliser des investissements futurs ;
- des options d'accès à une licence, à de nouvelles technologies, à de nouveaux marchés et à de nouvelles informations ;
- des options d'expansion géographique ;
- des options d'utiliser la force de vente de la cible ;
- des options de croissance commerciale ;
- des options d'amélioration des bénéfices par augmentation des ventes et/ou réduction des coûts ;
- des options de restructuration de l'industrie.

Il s'agit d'options stratégiques de croissance qui valorisent les opportunités de mettre en place des projets complémentaires si et seulement si l'acquisition est un succès. Il s'agit de la valeur de la flexibilité stratégique vis-à-vis de la décision d'acquérir la cible potentielle.

A l'issue de la phase d'évaluation du potentiel de création de valeur, l'acquéreur se trouve face à deux options : l'option de continuer et l'option d'abandon. L'option de continuer valorise l'opportunité de poursuivre l'investissement dans le processus d'acquisition de la cible. Cette option a reçu 14,02% des citations des répondants dans la catégorie « identification des options réelles dans la phase d'évaluation du potentiel de création de valeur ». En revanche, l'option d'abandon valorise l'opportunité d'arrêter le projet d'acquisition en cas d'échec des négociations du prix d'achat ou lorsque les synergies potentielles sont jugées insuffisantes. L'option d'abandon représente 27,1% des citations des répondants dans catégorie « identification des les catégories d'options réelles dans la phase d'évaluation du potentiel de création de valeur ». Cela permet à l'acquéreur d'éviter de s'engager dans les phases ultérieures du processus d'acquisition et de réaliser un investissement n'ayant aucun potentiel économique.

En suivant les critères de Trigeorgis (1993), l'option de continuer ainsi que l'option d'abandon sont des options de flexibilité.

Dans le tableau 2, nous rappelons les typologies des options réelles dans la phase d'évaluation du potentiel de création de valeur ainsi que les décisions d'investissement sous-jacentes.

**Tableau 2- Les typologies d'options réelles dans la phase d'évaluation du potentiel de création de valeur et leurs apports conceptuels à la décision d'investir**

Options stratégiques de croissance	Options de flexibilité
- Options de synergies	-Option d'accès à de nouvelles informations - Option de continuer - Option d'abandon
Décision étudiée	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Etudier la légitimité de la décision d'acquisition de la cible sur la base des synergies de revenus et de coûts anticipés</li> <li>- Présence d'une création de valeur pour l'acquéreur.</li> <li>- Détermination du prix d'acquisition de la cible ou de la parité d'échange.</li> <li>-Poursuivre le processus d'acquisition de la cible lorsque les négociations du prix d'acquisition (ou de la parité d'échange) sont un succès</li> <li>- Abandonner le projet d'acquisition de la cible en cas d'évolutions défavorables des conditions du marché.</li> </ul>	

### **3.3. IDENTIFICATION, CLASSIFICATION ET ANALYSE DES OPTIONS RÉELLES DANS LA PHASE DE FORMULATION DE LA LETTRE D'INTENTION D'ACQUISITION**

Les options présentes au niveau de cette phase sont exclusivement des options de flexibilité. Il s'agit essentiellement de l'option de formuler une lettre d'intention d'acquisition. L'exercice de cette option donne à l'acquéreur l'opportunité de rentrer en exclusivité des négociations avec la cible potentielle. Cette sous-catégorie a reçu 32,27% de la catégorie « identification des options réelles dans la phase de sélection de la cible ». En exerçant cette option, l'acquéreur exerce en même temps une option de continuer dans le processus d'acquisition de la cible pour laquelle il a déterminé les synergies potentielles et la fourchette du prix d'achat. Cela traduit sa volonté de poursuivre la transaction avec un seul vendeur avec lequel il rentre en période d'exclusivité des négociations. Une fois exercée, l'acquéreur se réserve le droit de lever une seconde option qui est l'option de timing. En effet, selon les experts interrogés, la première opportunité de choix du timing apparaît au moment de formulation de la lettre d'intention d'acquisition (73,07% des citations dans la catégorie « Identification des options de timing dans le processus fusions-acquisition »).

A ce stade du processus de fusion-acquisition, l'option de timing correspond à la possibilité de modifier le calendrier d'acquisition de la cible. Ceci est particulièrement vrai lorsque l'acquéreur a la possibilité d'attendre l'arrivée de nouvelles informations avant de prendre la décision de réaliser ou non la phase suivante du processus d'acquisition qui est celle des audits d'acquisition. Le tableau 3 reprend les options de timing que nous avons identifiées dans le discours des experts.

**Tableau 3- Fréquences des citations pour la catégorie « Identification des options de timing dans le processus fusions-acquisition »**

Sous-catégorie	Nombre total de citations	% des citations dans la catégorie
Option de timing dans la phase de formulation de la lettre d'intention d'acquisition	38	73,07%
Option de timing dans la phase des audits d'acquisition	14	26,93%
Total	52	100%

Le tableau 4 résume les typologies des options réelles dans la phase de formulation de la lettre d'intention d'acquisition ainsi que les décisions d'investissement qui y sont liées.

**Tableau 4- Les typologies d'options réelles dans la phase de formulation de la lettre d'intention d'acquisition et leurs apports conceptuels à la décision d'investir**

Options de flexibilité
Option de formuler la lettre d'intention d'acquisition Option de timing
Décision étudiée
-Intérêt de formulation d'une intention ferme d'acquisition par l'acheteur et de la rentrée en période d'exclusivité des négociations avec la cible - Allonger la période d'exclusivité des négociations avec la cible. - Reporter les délais d'obtention du financement du projet d'acquisition. - Reporter les délais de diffusion des rapports des audits d'acquisition.

### **3.4. IDENTIFICATION, CLASSIFICATION ET ANALYSE DES OPTIONS RÉELLES DANS LA PHASE DES AUDITS D'ACQUISITION**

Les options présentes dans la phase des audits d'acquisition sont des options de flexibilité. La réalisation des travaux d'audits ainsi que l'accès à la data room met l'acquéreur face à de nombreuses options. Six de nos répondants mentionnent à 21 reprises qu'il existe une option de réviser le prix d'acquisition de la cible dans la phase des audits d'acquisition. Celle-ci

représente 45,65% de leurs citations dans la catégorie « identification des options réelles dans la phase des audits d'acquisition ». Cette option accorde à l'acquéreur le droit, et non l'obligation, de réviser le prix de la transaction (ou la parité d'échange) si les audits d'acquisition apportent des informations défavorables par rapport (1) au potentiel de création de valeur de la cible, (2) aux prévisions de rentabilité, (3) au contenu de la lettre d'intention d'acquisition et (4) aux options de croissance. Ces options valorisent la capacité de l'acquéreur à adapter ses prévisions initiales du prix d'acquisition, de ses modalités de règlement et des sources de rentabilité en fonction de la qualité de l'information collectée lors de la réalisation des audits d'acquisition. Il s'agit donc d'options de flexibilité. Ensuite, nous retrouvons l'option de continuer. L'option de continuer représente 13,06% des citations des répondants catégorie « identification des options réelles dans la phase des audits d'acquisition ». Celle-ci est une option de flexibilité dont l'exercice correspond au passage au closing et le transfert des titres de la cible aux actionnaires de l'acquéreur. Une option de timing apparaît lorsque des incohérences révélées par les audits d'acquisition persistent et que l'acquéreur attend leurs résolutions dans le futur très proche. Dans ce cas de figure, l'option de timing permet de reporter la date prévue pour le closing. Elle constitue alors une alternative à l'exercice de l'option d'abandon. L'option de timing à l'issue des audits d'acquisition représente 26,93% des citations dans la catégorie « Identification des options de timing dans le processus fusions-acquisition ». Elle correspond à une option de flexibilité. Les coûts de réalisation des audits d'acquisition constituent alors le prix d'exercice de l'option de timing. L'option d'abandon a été citée 16 fois par 7 répondants, occupant ainsi 34,78% des citations dans la catégorie « identification des les catégories d'options réelles dans la phase des audits d'acquisition ». Elle valorise la flexibilité managériale liée à la possibilité d'abandonner le processus de fusion-acquisition avant de déboursier le prix d'acquisition à la date de closing.

Le tableau 5 récapitule les différentes typologies d'options réelles présentes dans la phase des audits d'acquisition en mettant en exergue les décisions d'investissement pour lesquelles ces options sont mobilisées.

**Tableau 5- Les typologies d'options réelles dans la des audits d'acquisition et leurs apports conceptuels à la décision d'investir**

Options de flexibilité
<p>Option de réviser le prix            Option de réviser les prévisions de la rentabilité            Option de réviser le contenu de la lettre d'intention d'acquisition            Option de réviser les options de croissance            Option de timing            Option de continuer            Option d'abandon</p>
Décision étudiée
<p>-Ajuster le prix d'acquisition (ou la parité d'échange) en fonction des rapports des audits d'acquisition et vérifier le potentiel de création de valeur de la cible (hypothèses de croissance et de rentabilité)            -Vérifier le contenu de la lettre d'intention d'acquisition (modalités des levées des conditions suspensives à la réalisation de l'acquisition, calendrier de la transaction, modalités de calcul du prix d'acquisition, le contenu des clauses d'accompagnement, des clauses de non concurrence, etc.)            - Reporter la date de closing            -Abandonner le projet d'acquisition lorsque les audits d'acquisition révèlent des irrégularités dans la situation de la cible ou lorsque la cible refuse de reporter la date de closing.</p>

Le tableau 6 récapitule les apports conceptuels et managériaux des options réelles à la gestion des fusions-acquisitions en comparaison avec les pratiques usuelles de l'acquéreur.

**Tableau 6-Principaux apports conceptuels des options réelles dans le processus de fusion-acquisition**

Pratiques usuelles de l'acquéreur	Apport des options réelles	Impact sur la gestion du projet de fusion-acquisition
<ul style="list-style-type: none"> <li>•Inertie dans la gestion du processus de fusion-acquisition</li> <li>•Incapacité des entreprises à modifier le déroulement des différentes phases du processus de fusion-acquisition fonction de l'évolution des conditions du marché</li> <li>•Incapacité de l'acquéreur à modifier son choix du timing face à l'aléa</li> <li>•Décision de conclusion du projet de fusion-acquisition très rarement remise en cause</li> <li>•Grande réticence à abandonner ou reporter les projets de fusion-acquisition lorsque les signaux d'échec se multiplient</li> <li>•Hypothèse du « management hubris » au sens de Roll (1986)</li> </ul>	<p>Permettent à l'acquéreur de :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Envisager d'entrée de jeu plusieurs scénarii d'évolutions possibles des phases du processus de fusion-acquisition</li> <li>•Souligner la présence de la flexibilité managériale dans toutes les étapes de mise en place de la fusion-acquisition</li> <li>•Faire évoluer le projet de fusion-acquisition en fonction des évolutions de la conjoncture dans le sens à :               <ul style="list-style-type: none"> <li>- L'abandonner si la conjoncture est défavorable ;</li> <li>- Le reporter si l'acquéreur espère une meilleure maîtrise de l'incertitude grâce à l'arrivée de nouvelles informations ;</li> <li>- Continuer à investir lorsque la conjoncture est favorable.</li> </ul> </li> <li>•Prise en compte de l'existence de l'opportunité d'abandonner ou de reporter l'exécution du projet de fusion-acquisition dès les premiers signes d'échec.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Grande réactivité face à l'aléa</li> <li>•Eviter de supporter les projets de fusion-acquisition déficitaires qui engagent l'entreprise sur le long terme</li> </ul>

Le tableau ci-dessus met en exergue le rôle des options réelles dans la structuration de la décision stratégique de fusion-acquisition.

Selon McGrath (1999), Coff et Laverty (2001), Miller et Waller (2003), Fichman, Keil et Tiwana (2005) et Kryshowski (2008), les options réelles constituent un mode de pensée qui aide les organisations à structurer la décision d'investissement dans un contexte incertain. Dans le cas de notre recherche, la mise en place de la méthode des options réelles comme cadre conceptuel du processus de fusion-acquisition nécessite de la part du management de l'acquéreur une gestion dynamique de ce processus. Il s'agit notamment de décider du rythme d'investissement pour chacune des phases et pour chaque moment de choix du *timing* optimal

d'investissement, ainsi que des évolutions du périmètre du projet. L'intérêt de l'analyse optionnelle réside, ici, dans le fait qu'elle incite le management, dès la première phase de sélection de la cible, à envisager différentes évolutions du projet en fonction de l'évolution des sources de risque.

Le fait de reconnaître l'existence du risque fait des options réelles un outil de gestion active de l'incertitude. C'est un point important, car l'abandon du projet de fusion-acquisition est souvent ressenti par l'acquéreur comme un échec personnel. Pour l'acheteur, identifier d'emblée la valeur de la flexibilité stratégique et celle de flexibilité d'exploitation revient d'abord à savoir faire la différence entre les options stratégiques de croissance et les options de flexibilité. C'est pour cette raison que nous avons procédé, dans cet article, à la classification des options identifiées dans les différentes phases du processus de fusion-acquisition. Cette classification est essentielle à la compréhension du rôle managérial des options réelles en amont de la phase de *closing* de l'opération de fusion-acquisition.

Plus précisément, les principaux bénéfices des options réelles comme philosophie d'investissement stratégique dans els projets de fusion-acquisition sont au nombre de trois :

- encourager l'acquéreur à entreprendre des projets de fusion-acquisition risqués;
- maximiser la valeur d'un projet de fusion-acquisition en le faisant évoluer au gré des conditions du marché ;
- choisir le *timing* optimal pour la levée des conditions suspensives à la réalisation de la transaction et pour la réalisation du *closing* ;
- éviter de supporter pendant des années le poids d'un projet de fusion-acquisition voué à l'échec grâce à l'analyse de l'option d'abandon.

## CONCLUSION

Notre article répond à 3 objectifs principaux. Dans un premier temps, nous avons vérifié le bien-fondé des options réelles tout au long des différentes phases de mise en place d'un projet de fusion-acquisition en mettant en évidence les conditions de leur existence. En effet, toutes les opportunités d'investissement ne sont pas forcément des options. Certaines conditions doivent être réunies, ne serait-ce de façon partielle. Il s'agit notamment de l'existence d'un risque, de la flexibilité managériale, de la présence du principe de révélation progressive de l'information et d'irréversibilité de l'investissement initial. Ce premier objectif a été atteint. Notre deuxième objectif est de mener une étude exploratoire basée sur l'analyse du discours des experts en fusion-acquisition (banquiers d'affaires, conseillers en FA, conseiller en stratégie, responsables des « Financial Transaction Services » et experts-comptables). Aucune recherche antérieure ne s'est intéressée à l'identification des options réelles émergeant des projets de fusions-acquisitions à partir de propos directement recueillis auprès d'experts en fusions-acquisitions. Nous avons, ensuite, mis en exergue les contributions du concept d'option réelle à la gestion du processus de fusion-acquisition. Pour ce faire, nous avons, dans un premier temps, classé les options identifiées par les experts en fusion-acquisition selon la typologie proposée par Trigeorgis (1993) en proposant un développement de celle-ci. Ceci nous a permis de distinguer les apports conceptuels des options selon que celles-ci soient classées dans la catégorie des options stratégiques de croissance ou dans celle des options de flexibilité. Les options stratégiques de croissance correspondent aux opportunités de développements qui vont être mises en œuvre si le rapprochement est réalisé. En revanche, les options de flexibilité valorisent la flexibilité managériale associée à la capacité du management à adapter la gestion du projet de fusion-acquisition en fonction des aléas de la conjoncture. L'identification de ces options nous a aidées à mettre en exergue le rôle qualitatif et conceptuel des options réelles dans l'amélioration de la gestion d'une fusion-acquisition. Elles permettent de prendre en compte, de manière formelle, des notions le plus souvent associées à des intuitions managériales tels que la révision du prix d'acquisition, le report ou l'abandon prématuré de la transaction.

## REFERENCES

- Amram, M. et N. Kulatilaka (1999), *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, Oxford University Press.
- Bellalah, M. (2001), Irreversibility, sunk costs and investment under incomplete information. *R&D Management*, **31**: 2.
- Bowman, E.H. et D. Hurry (1993), Strategy through the Option Lens: an Integrated View of Resource Investments and Incremental Choice Process, *Academy of Management Review*, 18: 4, 760-782.
- Coff, R.W. et K.J. Laverly (2001), Real Options of Knowledge Assets: Panacea or Pandora's Box?, *Business Horizons*, 44: 6, 73-79.
- Cohendet, P. et P. Llerena (1989), Flexibilité, risque et incertitude dans la théorie de la firme : Un survey, in P. Cohendet & P. Llerena (eds.), *Flexibilité, Information et Décision*, 7-71, Economica, Paris.
- Damodaran, A. (2000), The promise of real options, *Journal of Applied Corporate Finance*, 13:2, 29- 44.
- Dixit, A. et R. S. Pindyck (1994), *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Durand, R., P.Y. Gomez et P. Monin 2002, Le Management Stratégique face à la Théorie des Options, *Revue Française de Gestion*, 160 :137, 25-40.
- Evrard, Y., B. Pras et E. Roux (2003), *Market : Etudes et Recherches en Marketing*, Dunod, Paris, 3<sup>ème</sup> édition.
- Fichman, R.G., M. Keil et A. Tiwana 2005, Beyond Valuation: Options Thinking in IT Project Management, *California Management Review* 47(2), 74-96.
- Goffin, R. (1994), L'application de la Théorie des Options au Choix des Investissements des Entreprises, *Banques & Marchés*, 14, Juillet-Aout.
- Grawitz, M. (2001), *Méthodes des sciences sociales*, Dalloz, Paris, 11<sup>ème</sup> édition.
- Henry, C. (1974), Investment decisions under uncertainty: the "irreversibility effect", *American Economic Review*, 64:6, 1006-1012.
- Huberman, A.M. et M.B. Miles (2003), *Analyse des données qualitatives*, De Boeck, Paris, 2<sup>ème</sup> édition.
- Kamrad, B. (1995), A lattice claims model for capital budgeting, *IEEE Transactions on Engineering Management* 42: 2, 110-140.

- Kogut, B. et N. Kulatilaka (1994), Operating Flexibility, Global Manufacturing, and then Option Value of a Multinational Network, *Management Science*, 40: 1, 123-139.
- Krychowski C. (2008), Investment Decision in a Broadband Internet Network: A Real Options Approach, *Communications & Strategies*, 70, 2nd quarter 2008, 67-88.
- Krychowski C. et Quélin B. (2010) Real Options and Strategic Investment Decisions: Can They Be of Use to Scholars?, *Academy of Management Perspectives*, 24:2, 65-78.
- Luehrman, T. (1998), Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers, *Harvard Business Review*, Juillet-Aout, 51-67.
- Mc Grath, R.G. (1999), Falling Forward: Real Options Reasoning and Entrepreneurial Failure, *Academy of Management Review*, 24:1, 13-30.
- Merton, R.C. (1998), Applications of Option-Pricing Theory: Twenty-Five Years Later. *American Economic Review*, 88:3, 323-349.
- Miller, M. et F. Modigliani (1961), Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Myers, S.C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5:2, 147-175.
- Philippe, H. (2004), Les Options Réelles : Modèle Financier ou Modèle de Gestion?, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris Dauphine.
- Shapira, Z. (1995), Risk Taking: a Managerial Perspective, Russel Sage Foundation.
- Smith, K.W. et A. Triantis (1995), The Value of Options in Strategic Acquisitions, in L. Trigeorgis, L. Real Options in Capital Investment, 135-149, Westport, Ct, Greenwood Publishing Group Praeger.
- Strauss, A.L. et J. Corbin (1997), Grounded Theory in Practice, Sage Publications, CA.
- Thiétart, R.A. (2003), Méthodes de Recherche en Management, Dunod, Paris, 2<sup>ème</sup> édition.
- Trigeorgis, L. (1988), A Conceptual Options Framework for Capital Budgeting, *Advances in Futures in Options Research*, 3, 145-167.
- Trigeorgis, L. (1993), The Nature of Options Interactions and the Valuation of Investments with Multiple Options, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 :2, 1-20.
- Trigeorgis, L. (1996), Real Options-Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation, The MIT Press, CA.
- Roll, R. (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business*, 59 :2, 274-297.

Romelaer, P. (2000), Note sur l'entretien semi-directif centré, *in* P. Romelaer, (responsable du séminaire), CEFAG 2000, Méthodes Qualitatives de Recherche en Gestion, 57-64, FNEGE, Paris.

Vlek, C. et P.J. Stallen, (1980), Rational and Personal Aspects of Risk, *Acta Psychologica*, 44, 273-300.

.

**Annexe A.**

**Tableau 7- Fréquences des citations pour la catégorie «Identification des options réelles dans la phase de sélection de la cible» et nombre de répondants ayant évoqué chaque sous catégorie**

Sous-catégorie	Nombre total de citations	% des citations dans la catégorie
L'option d'abandon	28	45,16%
L'option de formuler la lettre d'intention d'acquisition	20	32,27%
Les options stratégiques de type défensif	9	14,52%
Les options réelles liées à la connaissance du marché	1	1,61%
Les options réelles liées à la stratégie de positionnement	1	1,61%
L'option de rentrer en dialogue avec une cible particulière	1	1,61%
L'option de continuer	1	1,61%
L'option d'acquisition de plusieurs cibles potentielles	1	1,61%
Total	62	100%

**Annexe B.**

**Tableau 8- Fréquences des citations pour la catégorie « Identification des options réelles dans la phase d'évaluation du potentiel de création de valeur et nombre de répondants ayant évoqué chaque sous-catégorie**

Sous-catégorie	Nombre total de citations	% des citations dans la catégorie
L'option d'abandon	29	27,10%
Les options de synergies	63	58,88%
L'option de continuer	15	14,02%
Total	107	100%

**Annexes C.**

**Tableau 9- Fréquences des citations pour la catégorie «Identification des options réelles dans la phase des audits d'acquisition » et nombre de répondants ayant évoqué chaque sous catégorie**

<b>Sous-catégorie</b>	<b>Nombre total de citations</b>	<b>% des citations dans la catégorie</b>
L'option de réviser le prix d'acquisition	21	45,65%
L'option d'abandon	16	34,78%
L'option de continuer	6	13,06%
L'option de réviser les prévisions de rentabilité	1	2,17%
L'option de réviser le contenu de la lettre d'intention d'acquisition	1	2,17%
L'option de réviser les options de croissance	1	2,17%
<b>Total</b>	<b>46</b>	<b>100%</b>