

**HEC MONTRÉAL**

**L'attractivité des cibles est-elle universelle ?**

**Une analyse de l'appariement en M&A entre Private Equity et acquéreurs  
stratégiques**

par  
**Louise OUVRY**

**HEC Montréal  
Marie-Ann Betschinger**

**Sciences de la gestion  
(Spécialisation Stratégie)**

*Mémoire présenté en vue de l'obtention  
du grade de maîtrise ès sciences en gestion  
(M. Sc.)*

Juin 2025

© Louise OUVRY, 2025

## Résumé

Ce mémoire a pour objectif d'analyser les déterminants qui modèrent la probabilité d'une entreprise cible française d'être acquise par un fonds de Private Equity face à un acquéreur stratégique. À la suite d'une revue de la littérature financière et stratégique à ce sujet, des indicateurs financiers (rentabilité opérationnelle, taille patrimoniale), structurels (âge de la cible, part du capital acquise) ainsi que sectoriels ont été déterminés comme orientant les logiques d'appariement entre les entreprises cibles et leurs acquéreurs.

Sur le plan empirique, notre mémoire mobilise un échantillon de transactions tiré d'Orbis M&A et Orbis Company de 5 365 transactions majoritaires réalisées en France entre 2015 et 2024, dont 545 transactions par des fonds de PE, et 4 820 par des acquéreurs stratégiques. Une fois nettoyé et filtré, l'échantillon final est composé de 2 745 observations complètes servant de base à un modèle de régression logistique binaire. Ce modèle a par la suite été estimé sur l'environnement R/ R Studio.

Les résultats montrent principalement que, comme attendu, la rentabilité opérationnelle et la taille patrimoniale sont des déterminants clés d'appariement d'une cible française à des fonds de PE. Au contraire, une prise de contrôle totale et une maturité plus importante (âge de la cible) influencent positivement leur probabilité d'acquisition par un acquéreur stratégique. Finalement, avec des coefficients plus timides, l'étude montre une sélectivité sectorielle, notamment dans le sens où certains secteurs sont moins attractifs pour les investisseurs financiers.

Finalement, des tests de robustesse des résultats ont été réalisés (skewness, modèles réduits, modèles temporels). Ceux-ci confirment la véracité des résultats trouvés et confirment qu'il existe bien une logique d'appariement cible-acquéreurs distincte entre fonds de PE et acquéreurs stratégiques. Ces constats permettent ainsi de discuter de nos résultats, ainsi que d'offrir des implications managériales pour les dirigeants d'entreprise et les investisseurs.

**Mots clés :** Private Equity, Fusions-Acquisitions, Caractéristiques des cibles, Rentabilité opérationnelle, Taille patrimoniale, Appariement stratégique, Sélectivité sectorielle, Régression logistique, France, Stratégie d'acquisition

**Méthodes de recherche :** Étude quantitative sur données secondaires (Orbis M&A, Orbis Company), nettoyage et traitement statistique, analyse descriptive, régression logistique binaire, tests de robustesse (skewness, modèles réduits et temporels).

## Abstract

The aim of this thesis is to analyze the factors that moderate the probability of a French target company being acquired by a private equity fund rather than a strategic buyer. Following a review of the financial and strategic literature on this subject, financial indicators (operating profitability, asset size), structural indicators (age of the target, share of capital acquired) and sectoral indicators were identified as guiding the matching logic between target companies and their acquirers.

Empirically, our thesis draws on a sample of transactions from Orbis M&A and Orbis Company comprising 5,365 majority transactions carried out in France between 2015 and 2024, including 545 transactions by PE funds and 4,820 by strategic buyers. Once cleaned and filtered, the final sample consists of 2,745 complete observations that serve as the basis for a binary logistic regression model. This model was then estimated using the R/R Studio environment.

The results mainly show that, as expected, operational profitability and asset size are key determinants in matching a French target with private equity funds. On the contrary, a total takeover and greater maturity (age of the target) positively influence their probability of acquisition by a strategic buyer. Finally, with more modest coefficients, the study shows sectoral selectivity, particularly in the sense that certain sectors are less attractive to financial investors.

Finally, robustness tests were carried out on the results (skewness, reduced models, temporal models). These confirm the accuracy of the results found and confirm that there is indeed a distinct target-buyer matching logic between PE funds and strategic buyers. These findings allow us to discuss our results and offer managerial implications for business leaders and investors.

**Keywords:** Private Equity, Mergers and Acquisitions, Target Characteristics, Operating Profitability, Asset Size, Strategic Matching, Sector Selectivity, Logistic Regression, France, Acquisition Strategy

**Research methods:** Quantitative study of secondary data (Orbis M&A, Orbis Company), data cleaning and statistical processing, descriptive analysis, binary logistic regression, robustness tests (skewness, reduced and temporal models).

## Table des matières

Résumé .....	2
Abstract .....	3
Table des matières .....	4
Liste des tableaux et des figures.....	5
Liste des abréviations .....	6
Avant-propos .....	7
Remerciements .....	8
Introduction .....	9
Revue de la littérature .....	11
Hypothèses de recherche .....	23
Méthodologie de recherche .....	25
Résultats .....	41
Discussion .....	51
Conclusion.....	59
Bibliographie.....	61
Annexes .....	66

## **Liste des tableaux et des figures**

Tableau 1 – Synthèse de la littérature sur les critères d'appariement différenciés entre acquéreurs stratégiques et fonds de PE

Tableau 2 – Hypothèses principales de la recherche

Tableau 3 – Matrice de corrélation de Pearson des variables quantitatives explicatives

Tableau 4 – Description statistique de 6 de nos variables explicatives - données non transformées logarithmiquement (min, quartiles, moyenne, écart-types, max)

Tableau 5 – Description statistique de 6 de nos variables explicatives - données transformées logarithmiquement (min, quartiles, moyenne, écart-types, max)

Tableau 6 – Résultats du modèle logistique binaire : déterminants de la probabilité d'acquisition par un fonds de PE

Graphique 1 – Forest Plot – Effets estimés sur la probabilité d'acquisition par un PE

Tableau 7 – Validation empirique des hypothèses de recherche

Tableau 8 – Comparaison des effets de significativité entre les modèles réduits et le modèle principal

Tableau A.1 – Résultats du modèle logistique binaire réduit n°1 : déterminants de la probabilité d'acquisition par un fonds de PE

Tableau A.2 – Résultats du modèle logistique binaire réduit n°2 : déterminants de la probabilité d'acquisition par un fonds de PE

## Liste des abréviations

PE – Private Equity

M&A – Mergers and Acquisitions

LPs – Limited Partners

TRI – Taux de Rendement Interne

CA – Chiffre d'affaires

LBO – Leveraged Buyout

DD – Due Diligence

ROA – Return on Assets

PME – Petites et Moyennes Entreprises

B2B – Business to Business

ETI – Entreprise de Taille Intermédiaire

AMF – Autorité des Marchés Financiers

DCF – Discounted Cash Flow

IRR – Internal Rate of Return

EBITDA – Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization

NACE – Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne

KPI – Key Performance Indicator

OR – Odd ratios

SE – Standard Error

CapEx – Capital Expenditure

## Avant-propos

Ce mémoire s'inscrit dans le cadre de la Maîtrise ès Sciences en gestion avec spécialisation Stratégie à HEC Montréal, au sein de mon double-diplôme avec l'EDHEC Business School. Il constitue l'étape finale, la clef de voûte de mes études supérieures, et plus largement de mon parcours académique. L'idée est ainsi que mêler, comme tout au long de mes études, rigueur analytique, étude de l'existant et ouverture stratégique, en s'inspirant de nombreux cours qui m'ont été donnés de la comptabilité à l'étude de fusions acquisitions en passant par l'analyse de données et l'études des politiques générales de gestion.

L'intérêt personnel pour ce sujet est né à l'encontre de mes cours et de mes expériences professionnelles au sein de mon année de césure à l'EDHEC Business School, et plus particulièrement du fait de ma seconde partie de césure dans un fonds de capital investissement français, qui m'a permis de mieux comprendre ce domaine, ainsi que les logiques d'investissement qui y sont appliquées. Lors de ma première partie de césure, d'autres missions m'ont amené à étudier des projets d'acquisitions par des acquéreurs stratégiques, m'amenant, il y a quelques mois, à m'interroger quant aux différences d'appariement cible-acquéreurs entre des acquéreurs stratégiques ou bien financiers. Ainsi, ces questionnements, à l'origine pratiques, ont trouvé un prolongement empirique naturel dans la composition de cette étude.

Techniquement, cette recherche a été réalisée via Orbis M&A et Orbis Company pour la captation des données, puis par R et l'environnement R Studio pour leur analyse. Les points d'appréciation de ce mémoire ont pour moi été dans un premier temps la modélisation quantitative et plus précisément le codage, que je ne connaissais pas auparavant mais qui m'a beaucoup plu, mais aussi, dans un second temps, l'élaboration de la revue de littérature. En effet, ce travail en particulier m'a rappelé l'exigence et la richesse intellectuelle, ainsi que la nécessité de condensation de ma formation en classes préparatoires au Lycée Ampère à Lyon, en offrant un espace où se mêlent culture générale business, esprit de synthèse et confrontation d'idées.

Ainsi, ce mémoire adopte volontairement une approche quantitative, centrée sur l'analyse statistique de transactions françaises récentes, afin de mettre en avant des déterminants actuels et objectifs. L'angle particulier de la spécificité française est apparu pour moi comme une évidence à la suite de mes expériences professionnelles, mais permet aussi de proposer un éclairage utile aux professionnels comme aux chercheurs.

## Remerciements

Je souhaite tout d'abord exprimer ma profonde gratitude à ma directrice de mémoire, Marie-Ann Betschinger, pour son accompagnement attentif, ses conseils avisés et sa disponibilité tout au long de ce travail. Sa rigueur méthodologique, son exigence intellectuelle et ses orientations précieuses ont largement contribué à la qualité et à la solidité de cette recherche.

Je tiens également à remercier l'ensemble des professeurs d'HEC Montréal et de l'EDHEC Business School, dont les enseignements en stratégie, fusions-acquisitions et analyse de données ont constitué un socle indispensable pour mener à bien ce mémoire, mais aussi un bagage essentiel pour ma future carrière. Je souhaite également rendre hommage à ma classe préparatoire, véritable lieu d'émulation intellectuelle qui m'a permis d'intégrer l'EDHEC. J'y ai eu la chance de croiser des professeurs inspirants, dont la passion et l'engagement ont profondément marqué mon parcours.

Mes remerciements vont aussi à mes collègues et encadrants rencontrés lors de mes expériences professionnelles, en particulier dans le conseil en stratégie et le M&A. Les échanges, les défis relevés ensemble et les perspectives partagées ont enrichi ma réflexion et permis de confronter mes analyses aux réalités du terrain.

Enfin, je souhaite adresser mes plus sincères remerciements à mes proches, pour leur patience, leurs encouragements constants et, parfois même pour certains, leur aide précieuse tout au long de ce travail. Plus largement, merci pour votre présence et votre soutien indéfectible durant l'ensemble de mes études supérieures. Ce mémoire en marque la conclusion, mais il n'aurait jamais vu le jour sans toutes les opportunités, les encouragements et le cadre idéal qui m'ont été offerts. Votre soutien moral et émotionnel a été, et restera, un moteur essentiel dans l'ensemble de mon parcours académique, professionnel, et personnel.



## Introduction

Le marché français des fusions-acquisitions (M&A) connaît depuis une dizaine d'années un environnement macroéconomique particulièrement favorable à son développement, notamment via des taux d'intérêts historiquement bas et une abondance de liquidités (Grillet-Aubert, 2023). Après un recul en 2020 en raison de la crise sanitaire, l'activité a fortement rebondi dès 2021, avec une augmentation mondiale de 57 % en valeur des transactions et de 24 % en volume comparativement à 2020 (PwC, 2022). En France, le recul du nombre d'opérations s'est limité à – 8 % au premier trimestre 2023, alors que d'autres pays européens subissent des chutes plus prononcées (Datasite, 2023).

Afin de mieux comprendre le marché des fusions-acquisitions, il est important d'en identifier les acteurs. Au-delà des cibles, qui peuvent être n'importe quelle entreprise qui se décide à la vente, nous avons de l'autre côté de la transaction deux types d'acquéreurs.

Nous avons dans un premier temps les acquéreurs stratégiques. Ces acteurs sont généralement des entreprises industrielles ou commerciales qui ont pour objectif, par l'acquisition (ou croissance externe), de renforcer durablement leur avantage concurrentiel. L'acquisition est donc pour eux une fin en soi, leur permettant d'intégrer de nouvelles capacités, marchés ou ressources. Leur horizon d'investissement est de long terme et repose sur la réalisation de synergies opérationnelles et commerciales substantielles, leur permettant de renforcer leur avantage concurrentiel (Kaplan & Strömberg, 2009).

Le second groupe est constitué des fonds de capital-investissement (Private Equity – PE). Le PE désigne une forme d'investissement non coté (/privé) dans laquelle les gestionnaires lèvent des capitaux auprès d'investisseurs institutionnels (Limited Partners – LPs) pour acquérir des participations majoritaires ou minoritaires dans des entreprises. L'objectif est de créer de la valeur sur un horizon moyen terme (généralement cinq à sept ans), avant de céder la participation pour réaliser une plus-value (France Invest, 2022).

Nous l'avons compris, ces deux types d'acquéreurs opèrent sur le même marché. Cependant, ils diffèrent, notamment, par leurs logiques d'investissement. Et c'est ici que notre étude se positionne. Si ces logiques d'investissement sont différentes, elles ne sont pas étudiées sous tous leurs aspects. En effet, les caractéristiques des entreprises cibles françaises influençant leur probabilité d'être acquises par un des deux types d'acquéreurs sur le marché ne sont que rarement couvertes. Heureusement, certaines recherches, telles que celles de Wilson, Amini et Wright (2022), abordent cette question au Royaume-Uni. Ils utilisent un modèle logistique binaire, ce qui nous offre une structure conceptuelle pour effectuer une analyse comparable dans un cadre différent de manière pertinente.

C'est ainsi de ces réflexions qu'émerge la question de recherche suivante : dans quelle mesure les caractéristiques spécifiques des entreprises cibles françaises modèrent-elles leur probabilité d'être acquises par un fonds de Private Equity plutôt que par un acquéreur stratégique ?

Afin de comprendre globalement comment cette étude a été menée, il est important de savoir que la démarche adoptée est quantitative sur un échantillon de transactions réalisées en France entre 2015 et 2024 (au plus récent possible). Par la suite, cette étude utilise un modèle logistique binaire afin de comprendre l'influence de variables sur l'appariement cible-acquéreur.

L'objectif de cette étude est d'enrichir, à notre échelle, la littérature empirique au sujet de l'appariement cible-acquéreur en ajoutant le contexte français récent. Sur le plan pratique, cette recherche vise à offrir aux décideurs (entrepreneurs, dirigeants d'entreprises cibles ou investisseurs) des outils analytiques susceptibles de les orienter dans leurs stratégies de cession ou de ciblage.

L'organisation de ce mémoire s'articule autour des chapitres suivants : une première partie consacrée à la revue de littérature et au cadre théorique ; une deuxième partie détaillant la méthodologie et la constitution de l'échantillon ; une troisième partie dédiée à l'analyse des résultats empiriques ; une quatrième partie examinant les implications à la lumière de la littérature existante ; enfin, une conclusion synthétisant les apports, les limites et proposant des pistes pour des recherches futures.

# Revue de la littérature

## Introduction

Si les fusions-acquisitions ont le vent en poupe ces dernières années, leur fonctionnement repose en grande partie sur la cohérence du projet d'investissement : certaines entreprises sont acquises par des fonds de PE, d'autres par des acquéreurs stratégiques, comme précisé précédemment. La compréhension des logiques d'appariement entre cibles et acquéreurs est ainsi une question centrale dans l'étude des fusions-acquisitions. Le choix de la cible d'être absorbée par un acquéreur stratégique ou par un fonds de PE est, en effet, un positionnement totalement réfléchi et intentionnel. Lors de ce processus, les entreprises cibles sont passées au crible, chaque indicateur servant à des analyses sur ses caractéristiques, par la suite corrélées avec les attentes des investisseurs. Il faut aussi prendre en compte qu'au-delà des indicateurs internes quantitatifs, d'autres tels que la cohérence culturelle ou encore la dynamique contextuelle sont pris en compte lors de l'acquisition (Graebner et al., 2010). Ce processus d'appariement, si parfois sous-estimé, est en réalité une clef de voûte dans la réussite d'une acquisition, et donc ultérieurement dans la performance post-acquisition.

Ainsi, fonds de PE et acquéreurs stratégiques se différencient clairement, obéissant à des logiques d'investissement totalement différentes, tant en termes de durée que de création de valeur. Dès lors, on se demande naturellement si certaines cibles sont structurellement plus compatibles avec l'un ou l'autre de ces profils.

Notre revue de littérature étudiera dans un premier temps les deux types d'acquéreurs, impliquant deux logiques d'investissement différentes. Dans un second temps, nous nous attarderons sur les caractéristiques des cibles comme filtres d'appariement. Finalement, nous proposerons, selon nos recherches précédemment exposées, une synthèse typologique vers un modèle d'appariement cible-acquéreur, permettant de donner un cadre d'analyse des logiques d'appariement préalable à notre analyse quantitative.

### **1. Deux types d'acquéreurs, deux logiques d'investissement**

Afin de comprendre correctement la suite de la revue de littérature, nous proposons de garder en tête les 3 types de motivations à l'origine des opérations de M&A telles que décrites par Sudarsanam (2007). Il y a dans un premier temps les motivations économiques. Certaines opérations ont pour objectif de réaliser des synergies, ou croisement de compétences et ressources, dans le but de renforcer l'avantage concurrentiel de l'acquéreur. Cela peut aussi se réaliser via des économies d'échelles permettant de baisser des prix, etc. L'acquéreur peut aussi avoir des motivations stratégiques (2ème type), qui existent car il souhaite accéder à des ressources, marchés ou capacités qu'il n'a pas, ou bien qu'il mettrait trop de temps à développer en interne. Finalement, bien que plus rares, des motivations comportementales peuvent aussi

émerger. Ces motivations sont plus difficiles à quantifier, puisqu'elles renvoient à des facteurs plus subjectifs comme l'hubris (excès de confiance, ego) des dirigeants, des batailles d'influence et autres.

Cette typologie préliminaire à notre analyse permet de garder en tête la diversité des logiques qui orientent les décisions d'acquisition, et nous permet donc d'amener sereinement la distinction entre les approches des fonds de PE et des acquéreurs stratégiques.

### 1.1. Finalités contrastées en M&A : expansion stratégique ou performance financière ?

Nous avons déjà différencié les acquéreurs stratégiques des acquéreurs financiers (PE). Cependant, opérationnellement, cette différence repose aussi sur des visions stratégiques bien divergentes qui ont un impact sur toute la chaîne de décision, en commençant par la sélection de cibles potentielles. Les acquéreurs stratégiques voient souvent l'acquisition, et donc sa finalité, comme une expansion de leurs capacités et ressources. Ils recherchent ainsi, dès la sélection de cibles potentielles, des entreprises avec lesquelles réaliser de grandes synergies, tout en mettant en avant une grande cohérence culturelle. A l'inverse, les fonds de PE cherchent des cibles qui fonctionnent, et qui produisent de la valeur, de manière bien plus autonome. La participation (nom de la cible une fois rachetée par un fonds de PE) fonctionne ainsi seule et peut mettre en place ses projets de croissance/ restructuration/ optimisation stratégique grâce au financement apporté par le fonds de PE.

Martos et al. (2022) montrent bien cette ambivalence entre les deux types d'acquéreurs : les acquéreurs stratégiques préfèrent une logique identitaire<sup>1</sup>, mettant en avant une grande compatibilité culturelle avec la cible puisque, comme Cartwright & Cooper (1993) le mentionnent, l'incompatibilité culturelle est l'une des causes principales d'échec des fusions-acquisitions, souvent même plus que les facteurs financiers ou stratégiques. Cette logique a deux conséquences potentielles : renforcer ou limiter la création de valeur : un couteau à double-tranchant. A l'inverse, les fonds de PE préfèrent, en apportant outils de gouvernance et de gestion financière à la participation, une logique instrumentale<sup>2</sup>, préférant l'autonomie et la possibilité de la participation à être cédée à moyen-terme. La différence de logique des acquéreurs conditionne ainsi leur approche stratégique post-acquisition, impliquant que certaines cibles peuvent être mieux valorisées si elles sont acquises par un fonds de PE ou par un acquéreur stratégique.

Cependant, il est important de mentionner que ce choix est dans les deux sens : si l'acquéreur choisit sa cible, la cible choisit aussi son acquéreur. Il arrive même que des acquéreurs stratégiques et des fonds de PE fassent des offres. Par exemple, Rimowa (entreprise de valises haut de gamme) a reçu une offre de LVMH et une approche du fonds de PE L. Catterton. Le fondateur a préféré vendre à LVMH pour assurer la continuité de la marque, son ADN et sa montée en gamme (Le Monde, 2016). Dans ce cas, la cible peut effectivement faire son choix, qui est souvent, comme Malenko (2014) le met en évidence, dans une forme d'asymétrie comportementale. En effet, bien qu'un acquéreur stratégique soit souvent en mesure de réaliser

1. On entend par logique identitaire une approche dans laquelle l'acquéreur cherche à intégrer la cible dans une culture et un projet d'entreprise communs

2. On entend par logique instrumentale une approche dans laquelle la cible est considérée comme un outil autonome de création de valeur, sans l'intégrer dans l'ensemble organisationnel

de plus grandes synergies et donc de créer plus de plus-value comme dans le cas de Rimowa, il est souvent moins disposé à surenchérir face à un fonds de PE. Ainsi, Malenko explique qu'indépendamment des synergies potentielles proposées par un acquéreur stratégique, les cibles peuvent tout à fait choisir un fonds de PE qui proposera une offre plus haute lors des enchères d'achat, bien que leur valeur long-terme soit moins élevée qu'avec un acquéreur stratégique. Cette différence s'explique par des méthodes de valorisation et des horizons d'investissements distincts : les acquéreurs stratégiques internalisent les capacités et étudient la valorisation potentielle du groupe acquéreur, tandis que les fonds de PE valorisent un rendement ajusté au risque et à la rapidité de rendement. Par exemple, en 2017, Refresco (embouteilleur de boissons européen) a reçu une offre de rachat du fonds PAI Partners et une proposition concurrente de Coca-Cola European Partners. Finalement, le deal s'est conclu avec le fonds, qui proposait une valorisation plus attractive (Reuters, 2017). Ainsi, si la finalité de l'acquisition n'est pas la même comme vu au paragraphe précédent, sa conception en est ainsi tout aussi différente.

### 1.2. Deux façons de considérer la cible : partenaire à intégrer ou actif à transformer

Ces différences vont bien au-delà de la finalité de l'acquisition. En effet une grande différence réside dans la manière dont la cible est considérée : les acquéreurs stratégiques voient la cible comme une future partie d'eux-même, de leur projet collectif. Au contraire, les fonds de PE voient, eux, la cible comme un actif autonome à transformer.

Kaul & Wu (2016) soulignent que les entreprises industrielles, entendre acquéreurs stratégiques, sélectionnent des cibles dont les compétences/ capacités/ ressources sont en continuité avec leurs propres connaissances. Ce processus est un processus d'acquisition fondée sur les capacités (capability-based view) qui met en avant qu'une cible est choisie non seulement pour ce qu'elle possède, mais aussi pour ce qu'elle permet de devenir. Les travaux de Caves (1996) puis leur réécriture Caves (2007), confirment cette orientation en mettant en lumière le rôle des actifs spécifiques dans le choix des cibles. Ces actifs sont des actifs intangibles (notoriété, relation client, routines de production, brevets, marque) et sont connus pour être difficilement transférables autrement que par l'acquisition. Les entreprises stratégiques cherchent donc à internaliser ces ressources spécifiques afin de sécuriser des avantages concurrentiels autrement difficiles à obtenir.

Les fonds de PE adoptent, eux, une logique sensiblement différente. Là où les acquéreurs stratégiques valorisent la complémentarité et l'intégration progressive, les PE souhaitent, comme avancé par Kaplan & Strömberg (2009), une cible autonome qui fonctionne sur la base d'une gouvernance renforcée, d'un alignement des projets managériaux, et finalement d'un contrôle fréquent des résultats financiers (servant à la valorisation au moment de la cession). Dès l'entrée au capital, le fonds et le management mettent en place un plan d'action structuré afin d'obtenir une performance boostée et planifiant ainsi une revente à moyen terme. Ce plan est d'ailleurs réalisé par différents types d'acteurs : l'équipe 'Business Development' de

l'entreprise cible, l'équipe 'Operating' du fonds de PE, ou bien par un cabinet de conseil en stratégie et management embauché par le fonds de PE et la cible. L'objectif est ainsi clair : isoler la cible, la restructurer et la valoriser selon une logique de rendement.

Dans cette perspective, les fonds de PE préfèrent les cibles avec un potentiel d'amélioration opérationnelle via des leviers classiques de croissance interne (réduction des coûts, augmentation des revenus, réorganisation, recentrage de l'offre, ouverture à de nouveaux segments de marché, amélioration de l'avantage concurrentiel etc.). Contrairement aux acquéreurs stratégiques, l'objectif ici n'est pas d'apprendre, mais de transformer.

Cette logique d'intervention est par ailleurs cumulative : Aktas et al. (2013) montrent que les PE, du fait d'opérations répétées, développent des routines d'apprentissage et des méthodes d'évaluation de plus en plus performantes. Cela permet une reproduction du processus de transformation à travers différents contextes sectoriels, avec une efficacité croissante dans l'identification des leviers de création de valeur. Ce processus, donc très normé, est ainsi répété afin d'optimiser les rendements pour le fonds.

Ce clivage dans la fonction attribuée à la cible renforce l'idée que les caractéristiques internes de celle-ci conditionnent fortement le type d'acquéreur qu'elle attire, et que le processus d'appariement ne peut être lu de manière univoque.

### 1.3. Deux régimes d'évaluation : logique d'optimisation financière VS logique de combinaison stratégique

Les différences précédemment établies se prolongent dans leur modalité d'évaluation des cibles, et plus particulièrement dans les instruments mobilisés dans l'analyse de la valeur de l'entreprise cible. L'un (PE) est ainsi orienté vers une projection financière méticuleuse et standardisée, tandis que l'autre (acquéreur stratégique) s'oriente plus vers l'identification de complémentarités stratégiques, moins facilement quantifiables, ce qui force un processus de valorisation unique à chaque opération.

Le modèle financier mobilisé par les fonds de PE est, comme décrit par Gompers et al. (2016) après une vaste enquête auprès de professionnels du secteur, principalement fondé sur des indicateurs de performance financière classiques tels que la rentabilité, le cash-flow disponible ou bien le levier financier. Les fonds construisent ainsi dès leur entrée au capital leur stratégie de sortie, basant leurs analyses sur les projections de TRI et de multiple via la croissance du CA, la confiance en la gouvernance et la réduction des coûts. Cette approche est confirmée par Vild & Zeisberger (2014) qui insistent sur l'importance du levier financier comme catalyseur de performance dans les opérations de LBO. Dans ce cadre, l'étude de la cible est quantitative, disciplinée et instrumentalisée, et ne vaut que dans la mesure où elle peut être optimisée.

A l'opposé, les acquéreurs stratégiques adoptent une logique basée sur la relation et sur le long terme, raison pour laquelle leur évaluation va plus loin que les projections financières, mais

intègre aussi des dimensions comme les actifs intangibles précédemment mentionnés. McCarthy & Fader (2018) proposent ainsi une approche de valorisation fondée sur la valeur client (Customer-baser corporate valuation) : les entreprises stratégiques peuvent justifier un prix d'acquisition élevé en anticipant un accroissement de la valeur du portefeuille client au-delà des résultats comptables. De la même manière, Ahammad & Glaister (2013) soulignent que les acquéreurs stratégiques ont tout intérêt à aller au-delà de l'analyse financière et stratégique et à se concentrer aussi sur les aspects humains et culturels qui comptent fortement dans la réussite d'une intégration post-acquisition. Ce constat met en évidence que plus la due diligence<sup>3</sup> (DD) est approfondie, meilleures sont les chances de succès post-deal.

Ainsi, les fonds de PE et les acquéreurs stratégiques ne diffèrent pas seulement dans leurs intentions, et dans leurs modalités d'intégration, mais aussi dans leur cadre d'évaluation. Si les premiers cherchent une performance optimisable, les seconds anticipent des synergies.

Les différences présentées tout au long de cette partie nous amènent à nous demander si certaines entreprises seraient structurellement plus compatibles avec un type d'acquéreur ou non. La littérature, en mettant en évidence des profils récurrents pour chaque catégorie, invite à examiner les caractéristiques internes des cibles comme des filtres d'appariement déterminants. C'est précisément l'objet de la section suivante.

## **2. Les caractéristiques des cibles comme filtres d'appariement**

### **2.1. Les cibles idéales pour les fonds de PE : entre efficience et simplicité structurelle**

Les fonds de PE, dans leur logique d'investissement à moyen-terme, ont pour objectif dans leur acquisition la transformation. Leur objectif, comme vu dans la partie précédente, n'est pas d'intégrer dans une structure déjà existante, mais justement de partir de l'existant et de réaliser la plus grande plus-value possible en 5 à 7 ans via des améliorations de performance. Cet objectif limite donc les cibles potentielles vers des entreprises rentables, autonomes et optimisables.

Un profil type de cible préférées par les fonds de PE est proposé par Baldi (2013). Il explique, via une étude comparative des cibles des fonds de PE et des acquéreurs stratégiques, que les entreprises rachetées par des fonds de PE ont généralement 3 points différenciants : un niveau de rentabilité opérationnelle plus élevé, une dette initiale plus faible, et une structure organisationnelle plus simple. Baldi entend d'ailleurs que cette structure organisationnelle plus simple est d'ailleurs souvent à gouvernance familiale. De plus, les cibles types des fonds de PE sont généralement peu innovantes et tournées vers le marché domestique. Cela signifie que ce sont souvent des entreprises qui ne sont pas exploitées à leur plein potentiel.

Wilson et al. (2022) complètent cette analyse par une vue sectorielle : ils ajoutent à cela que les fonds de PE ont généralement une préférence pour des secteurs à faible risque et variations tels que la manufacture ou la technologie. Les services knowledge-intensive sont, quant à eux,

3. On entend par due diligence l'ensemble des vérifications financières, stratégiques, opérationnelles et juridiques menées par un acquéreur potentiel avant de finaliser une acquisition

souvent boudés par les fonds de PE. Au-delà de l'ajout sur la sectorisation, Wilson et al. Amplifient l'analyse de Baldi en donnant en plus le fait que les entreprises cibles des PE sont souvent sous-performantes (par exemple, un ROA modéré ou un faible equity), et génèrent du cash.

Les fonds évitent ainsi, comme évoqué précédemment, les structures complexes et instables. Wilson et al. (2022) précisent aussi que les PE cherchent une certaine continuité managériale à court-terme : ils conservent presque systématiquement les équipes en place tout en instaurant de nouveaux outils de suivi pour imposer une nouvelle discipline tournée vers la performance et le contrôle.

En parlant de sectorisation idéale, Cressy et al. (2007) montrent que les PE ont tendance à préférer des secteurs où ils peuvent capitaliser sur des compétences internes spécifiques, réduisant l'asymétrie d'information. Certains fonds en font même leur thèse d'investissement, permettant une meilleure connaissance de la part du Front Office, et donc un investissement en connaissance de causes. Ces fonds spécialisés permettent même souvent une meilleure performance post-acquisition (+8,5 pts vs contrôle).

Lavery (2024) complète ces résultats par une vue qualitative, réalisée via des entretiens avec des professionnels du secteur. Ces entretiens valident notre pensée initiale que certaines caractéristiques internes des entreprises cibles influencent leur probabilité d'être rachetées. Cependant, Lavery rajoute un point intéressant qui est que les caractéristiques internes ne sont pas les seuls déterminants d'acquisition, car elles sont aussi accompagnées de la structure du fonds en lui-même ou encore des attentes des LPs. Toutefois, une constante demeure : la cible doit avoir un chemin de valorisation clair, c'est-à-dire un scénario plausible de création de valeur sur une durée de 5 à 7 ans. A travers ses entretiens, Lavery dégage une notion très intéressante : la réversibilité de la décision d'investissement. En effet, les fonds de PE aiment avoir non seulement l'opportunité d'investir sur une courte durée, mais aussi d'avoir le choix de céder leur participation comme bon leur semble, au besoin.

Finalement, Siemerink (2020) réalise, lui aussi, une étude comparative de transactions. Ses résultats mettent en avant l'importance du potentiel d'optimisation interne de la cible. Si cela avait déjà été compris par certains auteurs cités plus haut, Siemerink va encore plus loin : il avance que les PE ciblent souvent des entreprises avec des faiblesses visibles. Fonctions support peu développées, gamme de produits trop étendues deviennent presque des raisons d'investir, puisqu'elles donnent des points d'amélioration, et donc d'augmentation du TRI à moyen terme.

Les études précédemment citées ne sont pas spécifiques à la France. Les tendances qui y sont identifiées se vérifient largement dans le contexte hexagonal, mais présentent des spécificités nationales qu'il est primordial de prendre en compte pour préciser notre revue.

En France, France Invest (2024) a un rapport annuel qui analyse l'activité du marché du PE, en l'occurrence sur l'année 2023. Ce rapport montre que près de 76% des entreprises accompagnées par un fonds de PE sont des PME rentables qui génèrent du cash-flow positif.



Leurs secteurs principaux sont stables comme l'industrie manufacturière, la santé ou les services B2B. Ces données corroborent les trouvailles de Fidrmuc et al. (2012). Dans le contexte français, France Invest (2024) met aussi en avant qu'une grande partie des transactions visent des cibles à structure organisationnelle simple (comme Baldi (2013)), permettant une mise en place plus rapide et efficace de leviers d'amélioration internes. Cela fait aussi écho aux travaux de Kaplan & Strömberg (2009) sur le rôle central de la gouvernance dans la réussite d'un LBO.

Afin de continuer à comprendre comment fonctionne le marché français, l'Autorité des marchés financiers (2023) propose une vue complémentaire en mentionnant, au-delà des PME, les ETI comme ayant un potentiel de croissance interne exploitable, tout en évitant les structures organisationnelles trop complexes ou fortement endettées.

Finalement, il reste important de mentionner une étude qui, bien qu'antérieure, est tout à fait primordiale dans le cadre de ce mémoire. En analysant un échantillon de LBOs réalisée en France entre 1989 et 1994, Desbrières et Schatt (2002) montrent un point d'orgue des analyses : les entreprises cibles des fonds de PE, dans le cas de LBOs, possèdent selon eux systématiquement des fondamentaux financiers solides, d'un faible niveau d'endettement initial à la rentabilité opérationnelle supérieure à la moyenne sectorielle, en passant par une stabilité managériale et organisationnelle. Mais surtout, ils montrent que la création de valeur dans ces opérations repose principalement sur des actions internes (réduction des coûts, rationalisation des gammes de produits, amélioration de la productivité) plutôt que sur des synergies issues d'intégrations externes. Ce constat, toujours valable aujourd'hui selon France Invest et l'AMF, reflète une logique que Gompers et al. (2022) appellent la standardisation des leviers opérationnels, qui correspond à un processus tout à fait reproductible utilisé, ici, par les fonds de PE sur les différentes participations en portefeuille.

Ainsi, qu'il s'agisse d'analyses empiriques internationales ou d'observations spécifiques au marché français, la conclusion est claire : le type d'acquéreur n'est pas le fruit du hasard, mais le résultat d'un processus structuré d'appariement, dans lequel les caractéristiques intrinsèques de la cible — structure financière, potentiel de croissance, nature des actifs, configuration organisationnelle — orientent fortement le profil du repreneur susceptible de formuler l'offre la plus adaptée et la plus compétitive.

L'ensemble de la littérature converge vers le fait que les fonds de PE recherchent des entreprises déjà rentables mais structurellement améliorables, opérant de manière autonome, et dont le modèle économique est stable mais sous-exploité. Contrairement aux acquéreurs stratégiques, les PE ne cherchent pas à créer de la valeur par synergies, mais par discipline, structuration et trajectoire d'amélioration interne.

## 2.2. Les cibles privilégiées des acquéreurs stratégiques : stabilité, rareté et intégrabilité

Côté acquéreurs stratégiques, nous l'avons vu, la logique est tout autre : intégrer des actifs complémentaires dans l'idée de renforcer, à termes, l'avantage concurrentiel. Ainsi, la cible n'est pas un levier financier comme pour les fonds de PE, mais un vecteur d'apprentissage, de synergies et de consolidation sectorielle.

C'est une idée défendue par Kaul & Wu (2016) : les acquéreurs stratégiques sélectionnent des cibles qui prolongent leur trajectoire stratégique. L'acquisition est alors un instrument d'évolution stratégique par une croissance externe. A termes, l'entreprise acquéreuse cherche à capter des ressources externes et transformer sa propre organisation.

Les travaux de Caves (1996, 2007) insistent, eux aussi, sur le fait que les acquéreurs stratégiques visent des actifs spécifiques tels que les brevets, les marques, des routines organisationnelles ou encore de la clientèle fidélisée. La cible est alors un puits de ressources intangibles difficilement transférables autrement. Les acquéreurs stratégiques sont alors sensibles à des caractéristiques que les fonds de PE peuvent négliger.

Afin d'illustrer la théorie de logique d'acquisition des acquéreurs stratégiques, nous pouvons prendre l'exemple récent de la revente de Sokol Custom Food Ingredients à Solina en février 2025, exemple typique de passe d'un acquéreur PE à un acquéreur stratégique. La raison pour laquelle nous le mettons en avant est que les raisons pour lesquelles Solina s'est décidé au rachat sont tout à fait représentatives de la littérature. Pour contextualiser cette acquisition, Sokol est un acteur majeur du secteur alimentaire en France, et avait initialement été acquis par le fonds Burlington Capital Partners en septembre 2022. Plus récemment, Sokol a été absorbé par Solina du fait d'actifs précis à fort intérêt tels que son expertise technique et sa production orientée client. Finalement, Solina a décidé d'intégrer l'entreprise dans l'idée de renforcer son portefeuille international et d'élargir son offre à des segments premiums (McNulty, 2025). Très nettement, ce rachat n'est pas dans une logique de transformation court terme, mais plutôt dans une combinaison stratégique des capacités de Solina, illustrant tout à fait les travaux de Kaul & Wu (2016) et Caves (1996, 2007) : les acquéreurs stratégiques sélectionnent des cibles non pas pour les transformer, mais pour enrichir et prolonger leurs propres capacités stratégiques existantes.

Cette attention aux actifs intangibles se retrouve également chez McCarthy & Fader (2018), qui proposent une méthode de valorisation centrée sur les bases de clients de la cible. Certains acquéreurs stratégiques sont ainsi prêts à payer un grand premium si celle-ci a un portefeuille clients complémentaire, rentable et stable. Il faut noter que la prise en compte des comportements des clients améliore la précision de la valorisation par rapport aux modèles classiques.

Enfin, au-delà des actifs, la question de l'intégrabilité joue un rôle clé. Chakrabarti & Mitchell (2013) apportent ainsi une nuance géographique à cette analyse. Ils montrent que les acquéreurs stratégiques ont un biais géographique dans leur décision, appelé l'effet distance-decay. Cet effet réduit avec des acquéreurs stratégiques qui ont de l'expérience dans le milieu des fusions-acquisitions. L'idée est alors de réduire les risques culturels, logistiques ou managériaux lors

de l'intégration. L'espace n'est donc pas neutre : il conditionne aussi la capacité de l'entreprise acquéreuse à absorber efficacement la cible.

De la même manière que pour l'étude des profils types pour les acquéreurs financiers, il est important de faire un point sur la littérature française au sujet de l'appariement cible-acquéreur stratégique. L'AMF (2023) mentionne que les acquéreurs stratégiques préfèrent des cibles avec de forts actifs spécifiques. On entend par actifs spécifiques les brevets, les marques établies, du savoir-faire technique ou bien de la clientèle fidélisée. En somme, des actifs intangibles plus qu'importants dans la guerre pour l'avantage concurrentiel. Cela corrobore tout à fait les analyses de Capron & Shen (2007), qui montrent même que les acquéreurs stratégiques sont prêts à payer une prime pour sécuriser des ressources rares et peu reproductibles. Finalement l'AMF s'accorde avec Cartwright & Cooper (1993) sur l'importance du fit culturel dans la réussite des opérations de M&A.

Ainsi, les acquéreurs stratégiques construisent leur stratégie de ciblage autour de l'idée de complémentarité : ils cherchent des entreprises dont l'intégration renforce leur propre chaîne de valeur, étend leur portefeuille ou facilite une mutation stratégique. L'acquisition est ici un moyen d'évolution interne par externalisation de la compétence, bien plus qu'un pur véhicule de rendement.

### 2.3. Quand les données confirment la théorie : corrélats empiriques du type d'acquéreur

Les différences entre fonds de PE et acquéreurs stratégiques font écho tant sur le plan théorique que sur le plan empirique. Plusieurs études quantitatives appuient le sujet et justifient les caractéristiques internes des cibles qui influencent de manière significative la probabilité d'être rachetées par un type d'acquéreur plutôt qu'un autre. Ces constats renforcent la théorie précédemment vue et nous permettront d'émettre des hypothèses fondées à terme.

L'étude de Fidrmuc et al. (2012) constitue un point d'ancrage essentiel dans cette littérature. En analysant un large échantillon de transactions européennes sur la période 2000-2010, les auteurs mettent en évidence des différences notables et systématiques dans le profil des cibles acquises par un fonds de PE ou par un acquéreur stratégique. Les cibles des fonds de PE sont en moyenne plus petites, plus rentables, et présentent une structure de gouvernance plus simple, là où les cibles d'acquéreurs stratégiques sont plus sensibles aux actifs intangibles et au fit culturel entre les deux entités, et préfèrent des cibles plus âgées et plus proches géographiquement de l'acquéreur. Ces résultats confirment les hypothèses théoriques posées auparavant.

De la même manière, Osborne et al. (2012) montrent à travers une étude internationale à travers plusieurs pays développés entre 2005 et 2010 que les PE attachent une attention particulière à la liquidité potentielle de la cible, à sa capacité à générer du cash-flow et à la souplesse de sa structure managériale. Les acquéreurs stratégiques, eux, sont beaucoup plus hétérogènes dans leurs choix du fait des influences du marché et d'un potentiel d'intégration verticale/

horizontale. Cela est dû à la manière bien différente de gérer le risque : les PE s'appuient sur des modèles très standardisés, tandis que les acquéreurs stratégiques prennent des décisions bien plus uniques et adaptées à la situation.

Pour aller plus loin, l'étude de Barger et al. (2008), fondée sur un échantillon de transactions américaines réalisées entre 1990 et 2005, aide à voir les conséquences de ces choix dans la performance post-acquisition. Les auteurs montrent que les PE paient en moyenne moins cher (comme annoncé théoriquement par Malenko, 2014) que les stratégiques, ce qui s'explique, selon eux, par la nature différente des cibles sélectionnées. Les acquéreurs stratégiques tendent à valoriser des synergies potentielles plus difficilement monétisables à court-terme, et sont ainsi plus enclins à offrir une prime, notamment lorsqu'il s'agit de préserver/ renforcer leur avantage concurrentiel. Au contraire, les PE ont une base d'évaluation bien plus normée, évitant ainsi les surenchères.

Finalement, Williams (2007), bien que son ouvrage soit très opérationnel et à visée des chefs d'entreprises vendant leur société, insiste sur l'idée que le choix du type d'acquéreur a des conséquences profondes sur l'avenir de la société en vente. Le niveau de contrôle, le style de gouvernance et les rendements s'en verraient totalement changés en fonction de l'acquéreur et de ses objectifs. Ainsi, pour un patron, avoir le choix, c'est avoir du pouvoir sur l'avenir de sa firme. Finalement, son texte nous permet de mettre en perspective les autres auteurs, montrant que le choix du type d'acquéreur n'est pas à prendre à la légère.

Ainsi, au-delà des différences observées dans la structure des transactions et les logiques d'évaluation, les travaux mobilisés dans cette seconde partie mettent en lumière une distinction plus profonde : celle des logiques d'investissement qui sous-tendent les décisions des fonds de PE et des acquéreurs stratégiques. Les différences méthodologiques d'acquisitions considèrent évidemment des aspects financiers et de valorisation mais elles relèvent surtout une opposition de stratégie construite sur des objectifs et des besoins distincts. La décision de chaque investisseur se façonne à l'aide de son propre schéma d'analyse et son tableau de critère qui sont eux-mêmes déterminés en fonction des contraintes organisationnelles, des priorités stratégiques et de la tolérance au risque de chaque investisseur. L'alignement des critères de l'investisseur avec les caractéristiques de la cible permet de mener vers une association stratégique vertueuse. La littérature permet ainsi de dégager un cadre typologique clair, qui servira de socle conceptuel pour la partie suivante.

### **3. Une synthèse typologique vers un modèle d'appariement cible-acquéreur**

Il est généralement admis que les logiques diffèrent grandement entre les acheteurs financiers et stratégiques.

D'une part, les investisseurs stratégiques envisagent l'avenir à long terme, cherchant à accroître leur avantage compétitif en s'appropriant des actifs (ou autres) complémentaires (Martos et al., 2022 ; Wilson et al., 2022). D'un autre, les fonds de PE cherchent à identifier des cibles qui

répondent à leurs critères afin d'en obtenir un rendement maximal (mesuré à l'aide du TRI ou du multiple de sortie par exemple). L'intérêt pour eux est de travailler sur les perspectives d'optimisation opérationnelle et financière (Kaplan & Strömberg, 2009 ; Gompers et al., 2022) sur une durée d'investissement relativement limitée.

Nous avons aussi une opposition claire dans les critères de sélection des cibles : côté acquéreurs financiers, ils privilégient des entreprises rentables, faiblement endettées et génératrices de cash. Elles sont de plus fréquemment sous-performantes par rapport à leur plein potentiel, ce qui laisse, durant le temps de l'investissement, une marge de progression mesurable (Fidrmuc et al., 2012). Les stratégies peuvent, quant à eux, envisager l'acquisition de structures plus complexes, y compris déficitaires à court terme, si elles répondent à un objectif stratégique clair ou permettent de réaliser des synergies substantielles (Bargeron et al., 2008).

La même logique de différenciation est appliquée aux méthodes d'évaluation. Les PE appliquent des modèles clairs et standardisés de valorisation par des méthodes classiques (DCF, multiples de transactions, comparables boursiers) afin d'éviter les surenchères (Malenko, 2014). Les stratégies, eux, sont prêts à intégrer dans leurs offres la valeur future des synergies et des actifs intangibles, même si ces derniers sont difficiles à valoriser au moment de l'analyse (et de la DD) (Capron & Shen, 2007).

Finalement, les acquéreurs stratégiques paraissent prendre en compte tout le poids de l'acquisition au long terme en compte, y compris des aspects plus qualitatifs tels qu'une gouvernance claire, un management stable, ou encore la compatibilité culturelle et managériale, qui sont des conditions nécessaires pour réussir l'intégration (Weber & Tarba, 2014).

Finalement, l'étude des précédents papiers nous permet de dresser un premier tableau des différenciations des logiques d'appariement cible-acquéreurs entre acquéreurs stratégiques et financiers.

<i>Dimension</i>	<i>Fonds de PE</i>	<i>Acquéreurs stratégiques</i>
<i>Logique d'acquisition</i>	Optimisation financière et revente (objectif : IRR/multiples)	Renforcement stratégiques (synergies, positionnement)
<i>Finalité de l'acquisition</i>	Création de valeur par transformation	Création de valeur par intégration
<i>Structure financière de la cible</i>	Rentable, peu endettée, génératrice de cash	Solvabilité flexible, potentiellement intégrable à un groupe plus vaste

<i>Potentiel de croissance</i>	Sous-performante mais perfectible, améliorable sous 5 à 7 ans	Forte compatibilité avec l'activité existante, effet levier sur croissance
<i>Configuration organisationnelle</i>	Gouvernance simple, management stable, forte autonomie	Fit culturel et managérial
<i>Actifs stratégiques recherchés</i>	Moindre sensibilité aux actifs intangibles, focalisation sur les leviers opérationnels	Recherche d'actifs spécifiques (marques, brevets, clientèle)
<i>Méthodes de valorisation</i>	Modélisation standardisée (DCF, comparables boursiers, transactions comparables)	Valorisation personnalisée avec prise en compte des synergies et intangibles

Tableau 1 – Synthèse de la littérature sur les critères d'appariement différenciés entre acquéreurs stratégiques et fonds de PE

Sources : voir bibliographie complète. Données issues notamment de Martos et al. (2022), Fidrmuc et al. (2012), Kaplan & Strömberg (2009), Wilson et al. (2022), Gompers et al. (2022).

Les logiques d'investissement sont très opposées même s'il existe quelques critères communs comme la solidité financière et la stabilité organisationnelle. Ce tableau peut désormais nous servir de base à l'analyse empirique qui suit, en commençant par la mise en place de nos hypothèses de recherche.

## Hypothèses de recherche

À la suite de la revue de littérature nous permettant de mieux comprendre l'environnement de cette recherche, il est maintenant logique d'expliciter nos hypothèses de recherche. Elles traduisent, sous forme testable, les intuitions conceptuelles relatives aux déterminants de la probabilité d'acquisition par un fonds de PE plutôt que par un acquéreur stratégique. Les hypothèses suivantes visent à éclairer les logiques différenciées d'appariement.

Hypothèse 1  Rentabilité opérationnelle	<p>Les entreprises présentant une marge d'EBITDA plus élevée ont une probabilité accrue d'être acquises par un fonds de PE.</p> <p><u>Justification</u> : Les fonds de PE ont généralement une préférence pour les entreprises ayant une belle rentabilité opérationnelle, les assurant d'une génération stable de flux de trésorerie, facilitant le remboursement de la dette dans le cadre de LBOs (Fidrmuc et al., 2012).</p>
Hypothèse 2  Intensité capitalistique	<p>Les entreprises avec un niveau élevé d'actifs totaux (Total Assets) ont une probabilité plus forte d'être acquises par des acquéreurs stratégiques.</p> <p><u>Justification</u> : En cas d'importants actifs totaux, la cible a alors de nombreuses ressources stratégiques davantage valorisées par les acquéreurs stratégiques afin de compléter leurs propres ressources/capabilités (Caves, 1996, 2007).</p>
Hypothèse 3  Maturité organisationnelle	<p>Les entreprises plus jeunes ont une probabilité plus forte d'être acquises par des fonds de PE.</p> <p><u>Justification</u> : L'âge de la cible, s'il est bas, montre une certaine flexibilité, notamment organisationnelle, particulièrement appréciée par les fonds de PE qui le voient comme un potentiel de croissance via des stratégies d'amélioration rapide (Fidrmuc et al., 2012).</p>
Hypothèse 4  Taille opérationnelle	<p>Les entreprises avec un revenu opérationnel important ont une probabilité plus forte d'être acquises par des acquéreurs stratégiques.</p> <p><u>Justification</u> : La capacité d'un acteur d'avoir un volume de vente important est un critère analysé par les acquéreurs stratégiques. Un chiffre d'affaires élevé est ainsi perçu comme un levier immédiat pour accroître la part de marché globale du groupe acquéreur (Kaul &amp; Wu, 2016).</p>
Hypothèse 5  Degré de contrôle	<p>Les transactions réalisées par des acquéreurs stratégiques sont plus probables d'avoir une part du capital acquise proche de 100 %.</p> <p><u>Justification</u> : Les acquéreurs stratégiques privilégient généralement une prise de contrôle totale afin d'intégrer pleinement la cible à leurs opérations et de ne créer finalement qu'une seule entité. Les fonds de PE,</p>

	eux, peuvent se satisfaire d'une majorité simple pour laisser au management un alignement des intérêts (Darnell, 2024).
--	---

#### Tableau 2 – Hypothèses principales de la recherche

Ces hypothèses, bien qu'indépendantes dans leur formulation, s'articulent dans une perspective commune visant à mieux comprendre les mécanismes de sélection des cibles et à objectiver les différences fondamentales entre logiques financières et logiques industrielles.

Maintenant nos hypothèses de recherche posées, nous pouvons désormais comprendre comment cette recherche va être mise en place.



# Méthodologie de recherche

## 1. Présentation générale de la démarche

La méthodologie dans un mémoire est une étape centrale pour assurer la rigueur et la comparabilité de notre recherche. L'idée est d'en sortir une logique scientifique explicative, cherchant à apporter des éclairages empiriques à la problématique précédemment citée : Dans quelle mesure les caractéristiques spécifiques des entreprises cibles françaises influencent leur probabilité d'être acquises par un fonds de PE ou bien par un acquéreur stratégique.

L'objectif de cette partie du mémoire est double : assurer une cohérence théorique et garantir une validité empirique élevée. Ainsi, nous voulons expliciter comment cette recherche a été menée afin d'atteindre notre objectif précédemment cité, via une description détaillée de l'ensemble des choix méthodologiques, de la définition de notre étude à la spécification de nos modèles économétriques, en passant par la collecte et le traitement des données, ainsi que le choix et la définition de nos variables.

Nous avons décidé d'opter pour une étude quantitative, fondée sur un échantillon large qui permettra ainsi de tester des hypothèses (explicitées dans cette partie du mémoire) issues de la revue de littérature, et de les valider, ou non, empiriquement. Cottrell (2016) valide cette manière de fonctionner : il met en avant que les méthodes économétriques, notamment la régressions, permettent parfaitement dans des recherches en finance un double-objectif : étudier la force et la direction des relations entre les variables, et le faire sur plusieurs variables explicatives au même moment, ce qui est tout à fait adapté dans le cadre des fusions-acquisitions. L'adoption d'un modèle logistique binaire répond à une volonté d'objectivation des résultats.

Il convient de préciser que la méthodologie décrite ne s'arrête pas à l'analyse quantitative (collecte, traitement et analyse des données), puisqu'elle intègre aussi une réflexion conceptuelle sur la manière de traduire empiriquement des concepts théoriques couverts dans la revue de littérature, ce qui, selon Imenda (2014), est essentiel pour donner cohérence et structure à la recherche. Nous pouvons donner pour exemple la création de valeur, la synergie stratégique ou bien encore l'optimisation opérationnelle. Chaque choix méthodologique a ainsi été mûrement réfléchi et discuté avec l'entourage professionnel, académique et personnel, permettant de me donner une vision complète et ajustée aux données disponibles.

Un soin particulier est accordé à la transparence dans l'intégralité du processus, afin d'assurer la reproductibilité de la recherche au besoin, ainsi que de faciliter la correction et la compréhension des objectifs et moyens de recherche.

Ainsi conçue, la méthodologie présentée dans ce mémoire se veut outil à la mise en lumière des dynamiques d'acquisition des acteurs stratégiques et financiers, parfois bouleversées par un contexte macroéconomique transformé.

## **2. Données et présentation de l'échantillon**

### **2.1. Origine et justification de la source de données**

Le choix des données constitue un pilier de la recherche, assurant la validité interne des données ainsi que la crédibilité des résultats obtenus.

Conformément à des discussions tenues avec ma directrice de mémoire, il a été accordé que la banque de données Orbis M&A, montée par Bureau van Dijk était une source de données fiable et complète via laquelle composer notre échantillon de transactions à étudier. Orbis M&A, en tant qu'unique source de données dans la présente recherche, assure que nos données sont calculées de manière identique et sont vérifiées en amont par un organisme mondialement reconnu. En effet, l'utilisation d'une source unique assure une homogénéité des définitions, conventions comptables ou bien règles de reporting adoptées. Choisir une seule source de données nous permet de s'aligner avec les standards économiques, et privilégier une source unique afin d'assurer la comparabilité des données (Kim, 2020).

Au-delà des transactions proposées par Orbis M&A, il était essentiel pour nos données de contenir des informations financières et autres à l'année N-1 du deal concernant la société acquise. En effet, ces données composent nos variables explicatives, clés pour notre recherche. Ainsi, la base Orbis 'Bureau van Dijk' est apparue comme une évidence dans notre choix méthodologique. En traitant ces données sur Excel, et via des exports par année via une clé d'identification que propose Orbis (le BvD ID number), nous avons pu récupérer les données, adaptées à chaque entreprise et à chaque temporalité de deal, nécessaires à la recherche.

Au-delà de leur reconnaissance académique, ces deux bases se distinguent dans le cas de notre étude, car elle propose de nombreuses informations transactionnelles sur les cibles, qu'elles soient cotées ou non. Le PE se focalisant sur des entreprises non cotées, il était essentiel pour cette recherche d'adopter une source de données couvrant cette typologie d'entreprises.

### **2.2. Critères d'inclusion et d'exclusion**

La définition des critères d'inclusion et d'exclusion de données s'appuie sur la cohérence et la représentativité de l'échantillon final, les considérations théoriques de la revue de littérature, ainsi que sur mon intérêt personnel pour le marché français.

Dans un premier temps, des critères géographiques ont été mis en place. En effet, seules les transactions concernant une entreprise cible et un acquéreur français ont été retenus. Au-delà de l'intérêt personnel que représente ce choix, il permet aussi d'éliminer des biais liés la diversité des environnements économiques, politiques et fiscaux caractéristiques de transactions transfrontalières. En se concentrant sur un environnement national, l'étude évite ainsi tout biais comparatif en assurant une plus grande cohérence analytique. Au-delà de

l'analyse seule, les résultats pourront ainsi plus aisément être interprétés par connaissance de l'environnement national unique.

Dans un second temps, un critère de temporalité était nécessaire. En effet, si la base Orbis M&A propose un grand nombre de transactions, il était primordial de passer par une temporalité précise, rendant plus actuelle la recherche à ce sujet. Afin de bénéficier de données suffisantes et récentes tout en minimisant l'influence d'événements macroéconomiques, la période 01/01/2015-31/12/2024 a été sélectionnée.

Enfin, uniquement les acquisitions majoritaires (stake >51%) ont été retenues pour cette étude. Si cette approche peut paraître limitante, elle était fondée sur la considération que les acquisitions majoritaires traduisaient une réelle volonté d'acquisition, d'intégration et de transformation stratégique et opérationnelle, notamment dans le cas des acquisitions stratégiques. De plus, nous avons décidé d'exclure tout type d'investissement qui repose sur une logique de collaboration tels que les prises de participation minoritaires, joint-ventures ou alliances stratégiques. Ce choix a été fait car il permet de ne garder que les transactions où la volonté de l'acquéreur, et donc ses critères de sélection de la cible, sont auto-portés et unilatéraux, et ne repose que sur la confiance qu'ils ont dans la qualité de la cible.

### 2.3. Variables brutes collectées

Comme précédemment mentionné, les données ont été collectées sur Orbis M&A (acteurs, deals, valeur des deals, date des deals), ainsi que sur Orbis 'Company' afin d'en extraire les caractéristiques intrinsèques des entreprises cibles à date donnée (performance financières, profil organisationnel). Les données explicitées dans cette partie sont les données qui ont été extirpées d'Orbis M&A et Orbis Company, préalablement à l'étude de corrélation et donc à la sélection des variables finales. Dans une partie ultérieure, nous nous attarderons sur ces deux points.

#### 2.3.1. Variable expliquée

La variable dépendante, ou expliquée, de cette recherche est une variable binaire concernant la typologie de l'acquéreur. La transaction est notée 1 si la transaction a été réalisée par un fonds de PE, et 0 si la transaction a été réalisée par un acquéreur stratégique. Cette variable construite opérationnalise une différence centrale dans l'étude menée par ce mémoire : comprendre les déterminants du choix d'un acquéreur financier ou industriel. La distinction entre ces deux logiques est fondamentale, traduisant des stratégies d'investissement contrastées : logique purement financière fondée sur l'optimisation des flux et la valorisation future d'un côté, et logique industrielle visant à renforcer le cœur d'activité ou à développer de nouvelles compétences de l'autre.

### 2.3.2. Variables explicatives

Les variables explicatives, issues d'Orbis M&A (dimension transactionnelle) et d'Orbis 'Company' (dimension entreprise cible), ont été choisies au croisement entre disponibilité sur les deux bases de données et intérêt théorique mis en avant dans la revue de littérature.

- Date du deal (Orbis M&A)
- L'âge de la cible (Orbis Company)
- Valeur du deal (Orbis M&A) : Montant total de la transaction en milliers d'euros, servant de proxy à la valorisation externe.
- Valeur de l'entreprise cible (Orbis M&A) : Montant total déterminé pour acquérir la cible. Notons que cette variable est différente de la valeur du deal car elle ne prend pas en compte le pourcentage du capital acquis (voir variable suivante).
- Pourcentage du capital acquis (Orbis M&A)
- Code NACE (Orbis M&A)
- Le nombre d'employés à l'année N-1 du deal (Orbis Company) : Extrait à l'année N-1 du deal, ce chiffre nous permet d'appréhender la complexité organisationnelle et la taille opérationnelle de l'entreprise cible.
- Operating revenue à l'année N-1 du deal (Orbis Company)
- Total assets à l'année N-1 du deal (Orbis Company)
- EBITDA Margin à l'année N-1 du deal (Orbis Company)

Ainsi, l'inclusion simultanée de variables relatives à la taille, à la rentabilité et à la composition patrimoniale permet de capter la multi-dimensionnalité des critères de sélection d'une cible, et de dépasser une lecture purement financière ou purement industrielle.

### 2.4. Constitution finale de l'échantillon

Les critères décrits précédemment ont mené à la constitution d'un échantillon de 5365 transactions, dont 545 par des fonds de PE et 4820 par des acquéreurs stratégiques.

La présence majoritaire de transactions par des acquéreurs stratégiques n'est pas anodine : le marché français des fusions-acquisitions est donc ainsi structuré, portant son attention plus particulièrement à la consolidation des industries qu'à l'investissement financier. Nous pouvons cependant noter que le nombre de transactions par des fonds de PE reste tout de même une base solide pour nos analyses empiriques.

Une fois les données collectées, elles ont par la suite été nettoyées et préparées à l'analyse.

## 3. Nettoyage et préparation des données

### 3.1. Nettoyage des données initial

Afin de s'assurer de la validité interne de notre étude, les étapes de nettoyage et de préparation des données sont absolument primordiales. Leur mise en place rigoureuse et attentionnée a été un point clé du travail en amont de ce mémoire afin de rendre notre analyse la plus pertinente possible.

La première étape a été la détection et la suppression de doublons. Malgré la qualité des données d'Orbis et Orbis M&A, certains enregistrements doubles peuvent arriver, notamment lorsque plusieurs sources privées ou publiques rapportent la même transaction. Par un croisement entre les BvD ID Number, l'année et la valeur du deal, les doublons ont été supprimés. Cette opération a permis d'assurer l'unicité de chaque transaction et d'éviter toute surpondération artificielle de certaines opérations dans l'échantillon final.

L'un des points les plus exigeants du nettoyage des données a été celui de la variable binaire centrale à la recherche : acquéreur stratégique/ fonds de PE. En effet, Orbis M&A ne propose pas de distinction explicite et vérifiée dans la typologie des acquéreurs. Ainsi, il a été nécessaire de mettre en place une recherche approfondie sur chaque acquéreur afin d'en tirer la distinction fonds de PE/ acquéreur stratégique, au centre de notre étude. Pour cela, nous avons utilisé les sites internet des acquéreurs afin de comprendre son domaine d'activité, le site web Pappers qui contient des informations légales sur les entreprises françaises (forme légale, code d'activité et autres informations clés) ainsi que les communiqués de presse des transactions décrivant le contexte de la transaction. C'est ainsi un travail ligne à ligne qui a permis d'assurer la catégorisation de chaque acquéreur, constituant la variable centrale de notre modèle.

Dans le cas de co-investissements hybrides, c'est-à-dire de co-investissements entre acquéreurs stratégiques et fonds de PE, ces lignes ont tout simplement été supprimées, car elles ne reflétaient pas une volonté d'un type d'acteur unique, donnée centrale dans notre analyse. Cette étape a conduit à l'exclusion de 260 transactions environ.

Parallèlement, un contrôle des valeurs aberrantes a été réalisé. Les variables financières (deal value, actifs, revenus, marges EBITDA) étaient naturellement très dispersées, mais certaines présentaient tout de même des valeurs extrêmes potentiellement erronées (marges EBITDA supérieures à 100 %, valeurs négatives incompatibles avec les structures financières usuelles et autres valeurs illogiques). Ces valeurs ont ainsi été revues individuellement, et les valeurs incohérentes ont été supprimées de notre base.

La cohérence des variables quantitatives a, de même, été vérifiée. Les valeurs textuelles telles que "n.a." ont été converties en valeurs manquantes (NA) pour assurer une compatibilité avec les calculs statistiques. De plus, un contrôle de cohérence a été appliqué entre différentes variables : âge déclaré et année de fondation, revenus et EBITDA, actifs et nombre d'employés, afin de détecter toute anomalie manifeste, et supprimer les lignes échéantes. Finalement, une variable – Deal Value – contenait trop de valeurs manquantes, ce qui limitait à 20% de sa taille initiale notre échantillon. Il a donc été décidé d'enlever cette variable de notre régression principale.

### 3.2. Analyse de corrélation

Il est désormais nécessaire d'identifier les relations linéaires entre les différentes variables explicatives afin de limiter le risque de multicollinéarité. Dans ce cas, les résultats de l'analyse et en particulier les écarts-types peuvent être surévalués ce qui pourrait empêcher la considération de certaines variables significatives (Gujarati & Porter, 2009). Dans la littérature, une corrélation est généralement considérée comme problématique à partir de  $|0,80|$  (Kennedy, 2008).

Par la suite, une transformation logarithmique népérienne a été appliquée afin d'améliorer la précision statistique du modèle et de réduire l'impact des valeurs extrêmes (outliers). C'est une transformation courante en économétrie appliquée, et plus largement dans les analyses quantitatives, puisqu'elle permet de favoriser une certaine diminution de l'asymétrie des distributions, tout en tendant à rendre les données mêmes plus symétriques (Wooldridge, 2019). au-delà de ces qualités évidentes, elle permet aussi de minimiser l'impact des valeurs extrêmes voire erronées que pourraient contenir certains échantillons : ces données faussent les résultats, et ne permettent ainsi pas une bonne compréhension de ceux-ci. Pour cette étude, nous avons utilisé le logarithme pour la valeur totale de la cible en milliers d'euros (Deal\_total\_target\_value), le nombre d'employés (Nb\_employees), le chiffre d'affaires opérationnel (Operating\_revenue) et le total des actifs (Ttal\_assets), les trois dernières données étant calculées sur la base de l'année N-1 du deal.

A contrario, certaines variables telles que Target\_Age ou Ebitda\_margin n'ont pas été transformées, car leur distribution n'était pas si inégale et leur interprétation économique en logarithme n'apporterait pas de gain significatif (Hair et al., 2014).

Une matrice de corrélation de Pearson a ensuite été calculée :

	Deal_total_target_value	Acquired_stake	Target_Age	Nb_employees	Operating_revenue	Ttal_assets	Ebitda_margin
Deal_total_target_value	1.00000						
Acquired_stake	(0.31471)	1.00000					
Target_Age	0.23471	(0.09617)	1.00000				
Nb_employees	0.42606	(0.28126)	0.33476	1.00000			
Operating_revenue	0.52150	(0.26389)	0.39182	0.82840	1.00000		
Ttal_assets	0.83375	(0.42883)	0.31553	0.63101	0.70248	1.00000	
Ebitda_margin	0.17715	(0.05382)	0.09968	0.00369	0.10297	0.06537	1.00000

Tableau 3 – Matrice de corrélation de Pearson des variables quantitatives explicatives

Il faut noter que certaines corrélations sont particulièrement élevées :

- Nb\_employees & Operating\_Revenue = 0,828
- Deal\_total\_target\_value & Ttal\_assets = 0,834

Ces valeurs excèdent le seuil critique de  $|0,80|$ , et révèlent ainsi une forte redondance d'information entre certaines variables de taille et de structure patrimoniale. Il est donc important de supprimer certaines variables, car autrement, elles auraient pu entraîner des estimations instables, la réduction de la précision des coefficients et une complication de l'interprétation des effets estimés (Mason & Perreault, 1991).

Afin de résoudre ce problème, il a été décidé de conserver, pour chaque couple de variables fortement corrélées, celle présentant :

- Une plus forte pertinence théorique au regard de la revue de littérature.
- Le moins de valeurs manquantes dans l'échantillon.
- Une interprétation plus intuitive dans le contexte des fusions-acquisitions.

Les variables quantitatives finales sont :

- Target\_Age : âge de la cible (années).
- Operating\_revenue : chiffre d'affaires opérationnel N-1 (logarithme).
- Ttal\_assets : total des actifs N-1 (logarithme).
- Ebitda\_margin : marge d'EBITDA N-1(%).
- Acquired stake : part du capital acquise (%).

Nous gardons toujours en tête les autres variables descriptives telles que :

- Date du deal : Année de signature de la transaction
- NACE Code : description sectorielle de la cible

Ces dernières n'ont pas fait l'objet d'une analyse de colinéarité car elles ne contiennent pas de valeurs numériques continues.

Cette nouvelle sélection garde donc un ensemble de variables qui représente correctement et uniquement différentes dimensions structurelles, financières et opérationnelles des entreprises cibles. Cette approche s'inscrit ainsi pleinement dans les bonnes pratiques méthodologiques en économétrie appliquée à la finance d'entreprise.

Cette matrice nous permet aussi, au-delà de l'exclusion de certaines variables, de mieux comprendre la composition de notre échantillon. Nous pouvons remarquer que certaines variables (Ebitda\_margin, Target\_Age) affichent des corrélations systématiquement faibles avec l'ensemble des autres variables explicatives, ce qui permet donc d'obtenir une dimension indépendante et unique pour notre modèle. Certaines relations, modérées mais significatives (Operating\_revenue - Ttal\_assets), étaient totalement prévisibles : les entreprises disposant d'une base d'actifs plus importante génèrent souvent un chiffre d'affaires plus élevé. Toutefois, cette corrélation reste suffisamment en deçà du seuil critique pour que les deux variables soient conservées, en tant que représentantes de la capacité productive et du volume d'activité. De la même manière, les variables de rentabilité et de taille d'entreprise sont relativement

indépendantes. Cela implique qu'une petite entreprise peut être tout autant rentable qu'une plus grande entreprise. Ce résultat est particulièrement intéressant, car il montre que les critères financiers de sélection d'une cible s'ajoutent certainement aux critères de taille. Ainsi, cette étape nous permet de s'assurer que les variables sélectionnées couvrent bien l'ensemble des dimensions clés identifiées dans la revue de littérature, de la structure financière à la maturité, en passant par la taille et la performance opérationnelle. Au-delà de cela, on comprend aussi que les variables sélectionnées n'ont pas de risque de multicolinéarité susceptibles d'affaiblir la robustesse et l'interprétabilité des estimations économétriques (Gujarati & Porter, 2009 ; Hair et al., 2014 ; Wooldridge, 2019).

A l'issue de cette étape, nous obtenons donc 7 variables explicatives et 1 variable expliquée. Le tableau suivant présente les caractéristiques clés de 6 des 7 variables explicatives (excluant la sectorisation) :

	mean	std	min	25%	50%	75%	max
Target_Age	20.18		17.06	0.00	8.00	16.00	28.00
Deal year	2020		2.92	2015	2017	2019	2022
Operating Revenue (th_EUR)	154,610	3,053,037.22	(0.00)	2,072.97	6,966.07	25,311.21	155,325,000.00
Total assets (th_EUR)	1,121,280	21,749,578.38	0.00	1,973.10	5,974.68	24,944.15	758,132,000.00
EBITDA Margin (%)	7%		20%	-95%	1%	7%	14%
Acquired stake	88%		24%	0%	100%	100%	100%

Tableau 4 – Description statistique de 6 de nos variables explicatives - données non transformées logarithmiquement (min, quartiles, moyenne, écart-types, max)

	mean	std	min	25%	50%	75%	max
Target_Age	20.18		17.06	0.00	8.00	16.00	28.00
Deal year	2020		2.92	2015	2017	2019	2022
Log Operating Revenue (th_EUR)	9	2.11	(6.91)	7.70	8.89	10.16	18.86
Log Total assets (th_EUR)	9	2.09	2.00	7.59	8.70	10.12	20.45
EBITDA Margin (%)	7%		20%	-95%	1%	7%	14%
Acquired stake	88%		24%	0%	100%	100%	100%

Tableau 5 – Description statistique de 6 de nos variables explicatives - données transformées logarithmiquement (min, quartiles, moyenne, écart-types, max)

L'analyse descriptive met en évidence une forte hétérogénéité entre les entreprises cibles de l'échantillon, ce qui est très intéressant car elle nous permet d'étudier un large panel unique. L'âge moyen des entreprises est de 20 ans, mais la dispersion est importante (écart-type de 17 ans), avec des extrêmes allant de jeunes sociétés nouvellement créées à des structures plus que centenaires. L'année médiane des transactions est 2019, avec une concentration marquée autour de la période récente (2017-2022), ce qui reflète une activité soutenue sur le marché français des fusions-acquisitions au cours des dernières années. Les variables financières confirment également cette diversité : le chiffre d'affaires opérationnel médian est d'environ 7 M€, mais certaines entreprises affichent des revenus quasi nuls tandis que d'autres dépassent 150 M€. De même, la médiane des actifs totaux frôle 6 M€ alors que des valeurs extrêmes atteignent 758 M€. Les niveaux de marges d'EBITDA sont très contrastés, allant de situations très déficitaires



(-95%) à des positions exceptionnelles (plus de 100%), ce qui traduit une performance opérationnelle variée.

À l'issue de ces étapes, l'échantillon final retenu comprend 5365 transactions, réparties entre 545 acquisitions par des fonds de PE et 4820 acquisitions stratégiques. Si l'on ne prend que les transactions qui ont des chiffres pour 100% des variables, ce qui sera donc utilisé pour notre régression, nous obtenons 2745 transactions, dont 317 transactions réalisées par des acquéreurs type PE, et 2428 par des acquéreurs stratégiques. Cette base consolidée, nettoyée et validée, constitue un socle empirique robuste sur lequel repose l'ensemble des analyses économétriques menées par la suite.

#### **4. Description détaillée des variables finales**

##### 4.1. Variable expliquée

Notre variable expliquée est celle de la typologie d'acquéreur. C'est une variable binaire, permettant de modéliser très facilement la probabilité qu'une entreprise cible française soit acquise par un fonds de PE, ou par un acquéreur stratégique.

Ce choix présente une volonté de clarté et de cohérence statistique, et repose sur une distinction conceptuelle largement admise dans la littérature, qui oppose les logiques purement financières et d'optimisation de portefeuille (propres aux fonds de PE) aux logiques industrielles et stratégiques (caractéristiques des acquéreurs traditionnels). Cette variable va ainsi nous permettre de tester les différences de critères de sélection des cibles en fonction de la typologie d'acteurs.

##### 4.2. Variables explicatives

- La sectorisation (notée `Target_primary_NACE_Rev.2_code`) peut jouer sur les choix d'investissement et les opportunités de synergies.
- L'âge de la cible (notée `Target_age`) est calculée comme la différence entre la date de la transaction et la date de création de l'entreprise. Cette donnée nous permet d'interpréter la maturité, et donc la stabilité, de la cible au moment du deal. Par exemple, les sociétés plus anciennes tendent à être bien ancrées, mais parfois manquent de souplesse, alors que les entreprises plus récentes sont souvent riches en opportunités, mais peuvent se heurter à des limites dues à un manque de reconnaissance sur leur marché.
- Le Chiffre d'Affaires opérationnel (noté `Operating_revenue_deal_minus1`) est utilisé comme un réel indicateur de performance commerciale et de positionnement sur le marché. Ce KPI est particulièrement observé lors de la due diligence en préparation

d'une acquisition, car il offre une analyse de la capacité de l'entreprise à créer des ventes, et par conséquent, un flux de trésorerie opérationnel stable.

- La taille patrimoniale totale de l'entreprise en milliers d'euros (Total\_assets\_deal\_minus) est aussi étudiée. Nous souhaitons aussi étudier la taille des actifs intangibles, mais la trop grande absence de données à ce sujet sur Orbis M&A en a forcé à exclure cette variable pourtant intéressante selon la littérature.
- L'EBITDA margin (Ebitda\_margin\_deal\_minus1), est largement reconnue dans la littérature comme dans la pratique comme un indicateur clé de performance financière et opérationnelle. Elle est déterminée en divisant l'EBITDA par le chiffre d'affaires, ce qui permet d'évaluer la rentabilité opérationnelle de l'entreprise ciblée, et donc sa capacité à générer des flux de trésorerie stables, absolument clés dans le cadre d'un LBO.
- L'année de la transaction (Deal\_year) permet de situer le deal dans le temps et de prendre en compte l'évolution possible des conditions de marché, des cycles économiques et des dynamiques propres au marché des fusions-acquisitions sur la période étudiée.
- La part du capital acquis (Acquired\_stake) est tout simplement le degré de contrôle de l'acquéreur sur sa cible, montrant le degré d'implication stratégique et financière dans lequel l'acquéreur est.

L'ensemble de ces variables explicatives a été retenu pour fournir une vision multi-dimensionnelle des entreprises cibles, en intégrant à la fois des éléments financiers, opérationnels et structurels.

## **5. Approche économétrique**

### **5.1. Justification du choix du modèle**

Le modèle logistique binaire a été retenu pour l'analyse des principaux facteurs influençant la probabilité qu'une entreprise soit acquise par un fonds de PE. Ce choix repose sur la nature de la variable dépendante 'Typologie d'acteur' qui vaut 1 pour les fonds de PE, et 0 pour les acquéreurs stratégiques.

Le modèle logistique/ logit binaire est souvent approprié lorsque l'objectif est d'expliquer la probabilité d'occurrence d'un événement binaire en fonction de plusieurs variables explicatives continues ou bien catégorielles (Hosmer et al., 2013), ce qui est le cas dans le cadre de ce mémoire. Il permet d'estimer la probabilité conditionnelle d'appartenance à une catégorie, tout en mesurant la direction et la force de l'effet de chaque variable explicative sur la variable expliquée, ce qui en fait un outil central dans les recherches, notamment dans notre cas en finance et stratégie.

## 5.2. Spécification formelle du modèle

Le modèle logistique binaire appliqué à notre recherche se formalise ainsi :

$$\begin{aligned} \text{Logit} \left( P(PE_{Acq} = 1) \right) \\ = \beta_0 + \beta_1 * Age + \beta_2 * OperatingRevenue + \beta_3 * TotalAssets + \beta_4 \\ * EBITDAMargin + \beta_5 * DealYear + \beta_6 * AcquiredStake + \beta_7 \\ * Agriculture, sylviculture et pêche + \beta_8 * \text{énergie et ressources} + \beta_9 \\ * Industrie manufacturière + \beta_{10} * Construction et immobilier + \beta_{11} \\ * Commerce + \beta_{12} * Transports et logistique + \beta_{13} * Hôtellerie, \\ restauration et loisirs + \beta_{14} \\ * Informations, communications et médias + \beta_{15} \\ * Finance et Assurances + \beta_{16} \\ * Services professionnels et soutien aux entreprises + \beta_{17} \\ * Administration publique + \beta_{18} * Education + \beta_{19} \\ * Santé et Action sociale + \beta_{20} * Organisation et Associations + \beta_{21} \\ * Services personnels et réparations + \varepsilon \end{aligned}$$

Où :

- $P(PE_{Acq} = 1)$  est la probabilité qu'une entreprise soit acquise par un fonds de PE
- $\beta_0$  est la constante du modèle
- $\beta_i (i = 1, \dots, 21)$  correspondent aux coefficients associés aux variables explicatives
- $\varepsilon$  désigne l'erreur aléatoire

Le modèle logistique binaire s'interprète comme tel : chaque coefficient estimé par ce modèle représente l'effet d'une variation unitaire de la variable explicative correspondante sur logarithme des Odd-ratios de la probabilité qu'une entreprise soit acquise par un fonds de PE. Maintenant la théorie expliquée, il est important de comprendre ce que cela implique concrètement: lorsque l'on souhaite étudier l'impact d'une variable sur la probabilité d'acquisition par un fonds de PE, on exponentie notre coefficient estimé, ce qui nous donne un Odd-ratio représentant le changement dans la probabilité d'acquisition par un fonds de PE. Ainsi, si un coefficient exponentié est supérieur à 1, cela signifie qu'une augmentation de la variable accroît la probabilité d'être acquis par un fonds de PE. S'il est inférieur à 1, cela signifie que l'augmentation réduit cette probabilité (Hosmer et al., 2013).

## 5.3. Implémentation pratique sous R et R Studio

Maintenant que nous avons déterminé le modèle d'analyse utilisé dans le cadre de l'analyse, nous allons décrire comment a été mis en place son implémentation dans R Studio, via le langage de codage R. Dans un premier temps, nous avons décidé de travailler sur R car c'est un langage libre et gratuit, permettant non seulement une prise en main rapide, mais aussi une

reproductibilité potentielle de cette étude par des étudiants n'ayant pas les mêmes accès que j'aurais pu avoir grâce à HEC Montréal. Au-delà de cela, R est reconnu au niveau académique et professionnel, en faisant un centre d'intérêt personnel dans le cadre de mon mémoire, mais aussi dans le cadre de mon stage de fin d'études. En effet, R est un langage reconnu, ce qui permet donc une prise en main plus rapide du fait des nombreux contenus d'explication disponibles sur Internet. Par la suite, il est important de mentionner que R Studio, l'interface graphique associée à R permet de gérer des projets d'envergure, de l'exécution du script à la production de sortie exploitable en différents formats, ce qui a été un facteur facilitant dans le choix de mon système d'analyse.

Une fois le langage et l'environnement d'analyse choisi, la seconde étape a été d'importer les données nettoyées et préparées, qui étaient jusque là stockées dans un fichier Excel. Cette importation a été réalisée grâce au package *readxl*, permettant la lecture directe et fiable des données tout en préservant les colonnes de mon excel. Les variables numériques ont été définies comme *numeric*, les variables catégorielles (Sectorisation, Deal\_Year) ont été codées comme des *factor*, et les valeurs manquantes ont été explicitement mises en 'NA' afin d'être correctement traitées lors des analyses, et qu'elles ne perturbent pas l'exécution de mon modèle.

Au besoin, il est important de noter que le script complet utilisé pour l'analyse de mes données est disponible en annexe.

Une fois les données importées, elles ont été nettoyées par les packages *dplyr* et *tidyr*, qui ont permis de filtrer, transformer et recoder les variables pour leur bonne utilisation dans la modélisation.

Dans un premier temps, les valeurs manquantes ou aberrantes ont été traitées. Ce travail de normalisation était indispensable pour éviter des blocages lors de l'exécution des fonctions statistiques et économétriques. Un second travail a concerné la création et la transformation des variables explicatives. La variable sectorielle Sectorization a été construite à partir du code NACE principal (Target\_primary\_NACE\_Rev.2\_code). Les multiples codes ont été regroupés en une quinzaine de grandes catégories sectorielles cohérentes, facilitant ainsi l'interprétation et limitant la dispersion statistique liée à la multiplicité des modalités :

- Agriculture, sylviculture & pêche
- Énergie & ressources
- Industrie manufacturière
- Construction & immobilier
- Commerce
- Transport & logistique
- Hôtellerie, restauration & loisirs
- Information, communication & médias
- Finance & assurance
- Services professionnels & soutien aux entreprises
- Administration publique

- Education
- Santé & action sociale
- Organisations et associations
- Services personnels et réparation

Une fois les variables traitées, le moment tant attendu de la modélisation économétrique est arrivé. Dans R Studio, le modèle logistique binaire s'applique à l'aide de la fonction *glm()*, en spécifiant l'argument *family = binomial*. La première estimation de ce modèle est dans sa forme complète, en analysant l'intégralité des transactions composant notre échantillon sur l'ensemble des variables explicatives explicitées plus haut. Par la suite, nous avons transformé les coefficients obtenus en OR via l'argument *exponentiate = TRUE* du package *broom*, permettant une interprétation plus intuitive des résultats, puisqu'un  $OR > 1$  indique une augmentation de la probabilité d'acquisition par un fonds de PE. Les OR du modèle principal sont par la suite exportés au format CSV via la fonction *write.csv()* afin d'obtenir des fichiers tout à fait intégrables et imageables dans ce mémoire. Des exports ont été réalisés pour le modèle complet, mais également pour les modèles alternatifs estimés lors des tests de robustesse, que nous décrirons plus tard.

Lors de ce processus d'analyse, un soin particulier a été porté à la validité interne et externe des résultats produits. La validation interne a été de vérifier constamment la cohérence des données et des coefficients obtenus, via contrôles croisés, vérifications et unicité du script R. La validation externe est, elle, réalisée via la confrontation de nos résultats aux tendances observées dans la revue de littérature. Cette partie fait l'objet d'explications dans la partie 'Discussion' de ce mémoire. Les deux validités combinées nous ont permis de s'assurer que les conclusions rapportées ne sont pas le fruit du hasard, ou bien ne contredisent pas la littérature existante, mais s'inscrivent bel et bien dans des dynamiques observables à l'échelle du marché français.

#### 5.4. Tests de robustesse

Par la suite, nous avons mis en place des tests de robustesse, afin d'évaluer la solidité des conclusions. Ces tests ont pour objectif de vérifier que les relations observées entre les caractéristiques des entreprises cibles et la probabilité d'être acquis par un fonds de PE demeurent stable malgré le changement de paramètres (temporels ou encore variables en moins).

##### 5.4.1. Analyse de la skewness

Le premier test de robustesse réalisé sur R est celui de la skewness. L'idée est d'analyser la distribution des variables quantitatives, notamment celles qui n'ont pas été transformées en logarithme, afin de vérifier que certaines ne faussent pas l'échantillon par leur trop grande asymétrie. Concrètement, la skewness est calculée dans R par le package *e1071*, en appliquant par la suite la fonction *skewness* sur chacune des variables explicatives. Cela est fait par une boucle *for*, qui a pour objectif de réaliser un diagnostic rapide pour chaque indicateur.

Les résultats de ce test, ainsi que de tous les tests mentionnés par la suite, seront dans la partie Résultats de ce mémoire.

#### 5.4.2. Estimation de modèles réduits

Deux modèles réduits ont été estimés afin d'évaluer si les effets observés persistent dans des spécifications restreintes.

- Modèle réduit 1 : ne conserve que l'âge de la cible (*Target\_Age*), la sectorisation (*Sectorization*) et l'année du deal (*Deal\_Year*).
- Modèle réduit 2 : ne conserve que les variables financières et structurelles (*Log\_ttal\_assets\_deal\_minus1*, *Log\_operating\_revenues\_minus1*, *Ebitda\_margin\_deal\_minus1*, *Acquired\_stake*) ainsi que la sectorisation (*Sectorization*).

De la même manière que le modèle principal, les modèles réduits ont été estimés dans R via la fonction *glm()*, tout en ne prenant en compte, cette fois, que des variables souhaitées. Par la suite, la même méthode a été appliquée : transformation en OR via *tidy()* du package *broom* avec l'argument *exponentiate = TRUE*. De manière plus théorique, ce test, bien que décrit plus longuement plus tard, nous permet de comparer la robustesse structurelle des coefficients, comparant les résultats obtenus avec ou sans certaines familles de variables.

#### 5.4.3. Test de robustesse temporelle

Une fois les modèles réduits estimés, il était important de comprendre si nos coefficients restaient stables, et ce malgré de potentielles variations macro-économiques. Nous avons alors décidé de créer un sous-échantillon de toutes les transactions réalisées entre 2018 et 2023 (en utilisant la fonction *subset()*) par un filtre sur la variable *Deal\_Year*.

De la même manière que précédemment, un modèle logistique binaire a été réestimé sur cette base, en adoptant la même méthode que précédemment décrite.

Cette approche permet de vérifier si les effets identifiés dans l'échantillon complet se maintiennent dans un contexte plus récent et potentiellement plus homogène sur le plan macroéconomique.

Ainsi, les tests de robustesse ont donc été intégrés à l'analyse de manière systématique, en mobilisant des outils propres à R et adaptés à chaque type de diagnostic :

- *e1071* pour la skewness
- *glm()* pour les modèles réduits et temporels
- *broom* pour la conversion des coefficients en odds ratios

Les résultats empiriques issus du modèle logistique complet, des modèles réduits et des tests de robustesse sont présentés et interprétés en détail dans la section suivante consacrée aux résultats.

### 5.5. Difficultés générales lors de la mise en place de la méthodologie

L'apparition de difficultés est tout à fait normale dans le cadre d'une recherche. Même si une partie de ces contraintes avait été anticipée, certains points ont dû être adressés tout au long de la phase d'analyse.

#### 5.5.1. Arbitrages liés à la complétude des variables explicatives

Si la revue de littérature avait identifié un large ensemble de variables pertinentes, nombre d'entre elles ont été exclues faute d'exhaustivité sur un nombre correct de transactions. Ainsi, certaines variables clés comme la Deal Value présentaient un taux de valeurs manquantes trop élevé pour permettre leur utilisation dans le modèle, sous peine de réduire drastiquement la taille de l'échantillon exploitable, et donc de limiter la qualité empirique de cette étude.

Le choix difficile mais nécessaire a donc été fait d'exclure ces variables. Cela permet cependant de renforcer la puissance analytique de l'étude, et de garantir une comparabilité importante entre nos résultats et la littérature à ce sujet.

#### 5.5.2. Nettoyage des formats et traitement des valeurs manquantes

Une étape nécessaire a été de recoder les données qui n'étaient pas uniformes, comme la conversion de mentions textuelles, des valeurs manquantes à standardiser, la réaffectation des types de variables (numériques, facteurs, qualitatives). Sans cette étape, l'exécution des fonctions économétriques aurait généré des suppressions d'observations massives ou des erreurs bloquantes.

### 5.5.3. Construction et harmonisation des variables sectorielles

L'exploitation de la variable sectorielle initialement issue des codes NACE a représenté un défi méthodologique. La granularité très fine de ces codes entraînait une dispersion excessive des observations sur un grand nombre de modalités, certaines étant associées à un effectif extrêmement faible. Cela ne permettait pas de tirer de conclusions correctes concernant notre question de recherche, et cassait totalement nos coefficients.

Afin de remédier à ces potentielles erreurs, nous avons mis en place un regroupement manuel en 15 grandes catégories sectorielles homogènes, afin de combiner la précision sectorielle et la précision des coefficients pour leur interprétation.



# Résultats

## Introduction

Cette partie présente les résultats empiriques liés à la méthodologie décrite ci-dessus, de la régression logistique binaire au cœur de ce mémoire aux tests de robustesse des résultats, permettant de s'assurer de la validité de cette étude.

L'analyse repose sur un échantillon final de 2 745 transactions ayant des données complètes pour l'ensemble des variables explicatives retenues, dont 317 acquisitions réalisées par des fonds de PE et 2 428 acquisitions stratégiques.

Les résultats sont exprimés en odds ratios (OR), accompagnés de leurs intervalles de confiance à 95 % et du niveau de significativité statistique. L'odds ratio mesure l'effet relatif d'une variable explicative sur la probabilité d'être acquis par un fonds de PE :

- OR > 1 : la variable augmente la probabilité d'acquisition par un PE.
- OR < 1 : la variable réduit cette probabilité.

Les résultats détaillés du modèle principal sont présentés dans le tableau ci-après, puis commentés variable par variable.

## **1. Présentation des résultats**

### **1.1. Tableau principal**

Le tableau 6 ci-dessous présente les résultats complets du modèle logistique binaire estimé. Les variables sont regroupées en trois blocs : variables sectorielles, variables temporelles et variables financières et structurelles. Pour chaque variable explicative, le tableau indique :

- Rapport de cotes (OR) : mesure de l'effet relatif de la variable sur la probabilité d'acquisition par un fonds de PE.
- Erreur standard (SE) : mesure de la précision de l'estimation.
- Statistique Z : rapport entre le coefficient estimé et son erreur standard.
- Valeur p : probabilité que l'effet estimé soit dû au hasard.
- IC95 % : bornes inférieure et supérieure de l'intervalle de confiance à 95 %.
- Niveau de significativité : matérialisé par des astérisques (\*, \*\*, \*\*\*) selon les seuils conventionnels ( $p < 0,10$  ;  $p < 0,05$  ;  $p < 0,01$ ).

Variable	Rapport de côtes (odd ratios)	Erreur standard (SE)	Statistique z	Valeur p	IC95% - Borne inférieure	IC95% - Borne supérieure	Niveau de significativité
(Intercept)	0.717	1.112	-0.299	0.765	0.083	7.474	
<b>Variables financières et structurelles</b>							
Age de la cible	0.990	0.004	-2.539	0.011	0.982	0.998	**
Loq revenu opérationnel (N-1)	1.000	0.054	-0.004	0.997	0.901	1.113	
Loq total actifs (N-1)	1.240	0.050	4.299	0.000	1.123	1.366	***
Marge EBITDA (N-1 - %)	1.009	0.003	2.961	0.003	1.003	1.015	***
Part du capital acquis (%)	0.987	0.002	-5.653	0.000	0.983	0.992	***
<b>Variables temporelles</b>							
Année du deal : 2016	1.295	0.245	1.056	0.291	0.801	2.099	
Année du deal : 2017	0.638	0.261	-1.722	0.085	0.380	1.061	*
Année du deal : 2018	1.138	0.242	0.534	0.594	0.708	1.831	
Année du deal : 2019	0.687	0.272	-1.382	0.167	0.399	1.164	
Année du deal : 2020	0.856	0.291	-0.533	0.594	0.478	1.504	
Année du deal : 2021	0.588	0.271	-1.955	0.051	0.343	0.997	*
Année du deal : 2022	0.624	0.276	-1.714	0.087	0.360	1.064	*
Année du deal : 2023	0.487	0.301	-2.387	0.017	0.265	0.869	***
Année du deal : 2024	0.714	0.287	-1.177	0.239	0.402	1.242	
Année du deal : 2025	NA	NA	0.011	0.991	0.000	NA	
<b>Variables sectorielles</b>							
Agriculture, sylviculture & pêche	0.093	1.254	-1.890	0.059	0.006	0.986	*
Commerce	0.085	1.019	-2.419	0.016	0.009	0.613	***
Construction & immobilier	0.086	1.024	-2.397	0.017	0.009	0.624	**
Education	0.064	1.127	-2.437	0.015	0.006	0.555	**
Energie & ressources	0.026	1.106	-3.295	0.001	0.002	0.218	***
Finance & assurance	0.193	1.018	-1.619	0.106	0.021	1.385	
Hôtellerie, restauration & loisirs	0.227	1.035	-1.435	0.151	0.024	1.683	
Industrie manufacturière	0.116	1.001	-2.149	0.032	0.013	0.811	**
Information, communication & médias	0.059	1.007	-2.815	0.005	0.007	0.414	***
Organisations et associations	0.000	806.969	-0.019	0.985	NA	NA	
Santé & action sociale	0.166	1.067	-1.682	0.093	0.017	1.306	*
Services personnels et réparation	0.000	377.558	-0.042	0.967	0.000	0.000	
Services professionnels & soutien aux entreprises	0.102	1.007	-2.262	0.024	0.012	0.723	**
Transport & logistique	0.095	1.047	-2.248	0.025	0.010	0.720	**

**Tableau 6 – Résultats du modèle logistique binaire : déterminants de la probabilité d’acquisition par un fonds de PE**

Note 1 – Niveaux de significativité statistique

\*\*\*  $p < 0,01$  ; \*\*  $p < 0,05$  ; \*  $p < 0,10$ .

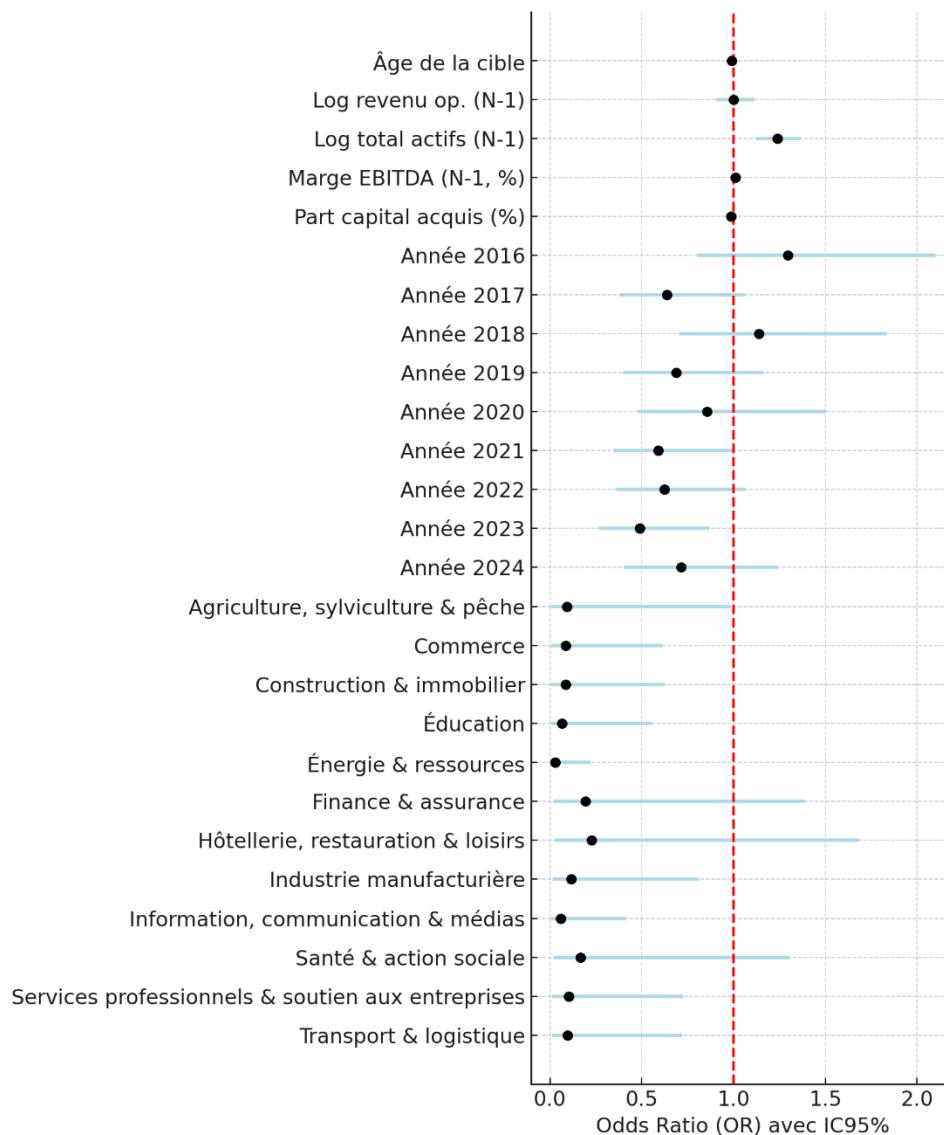
Les astérisques indiquent le niveau de confiance associé à chaque coefficient estimé : plus le nombre d’astérisques est élevé, plus la probabilité que l’effet observé soit dû au hasard est faible.

Note 2 – Rapport de cotes (odd ratios)

Une valeur supérieure à 1 indique que l’augmentation de la variable est associée à une probabilité plus élevée d’acquisition par un fonds de PE, et une valeur inférieure à 1 traduit l’effet inverse. Les intervalles de confiance à 95 % (IC95 %) précisent la plage probable dans laquelle se situe le véritable rapport de côtes.

Afin de faciliter la lecture des résultats, le tableau suivant en forest-plot indique :

- Points bleus : odd ratios
- Barres horizontales : IC à 95%
- Ligne rouge : OR = 1



Graphique 1 – Forest Plot – Effets estimés sur la probabilité d’acquisition par un PE

## 1.2. Lecture et interprétation des résultats

Sur la base des résultats présentés dans le tableau 6 et du graphique 1, cette section propose une lecture détaillée de chaque coefficient, en distinguant les variables financières et structurelles, les variables temporelles et les variables sectorielles, afin d’évaluer leur influence respective sur la probabilité d’acquisition par un fonds de PE.

### 1.2.1. Variables financières et structurelles

La première catégorie de variables étudiées est celle des variables financières et structurelles. Leur analyse montre plusieurs facteurs qui ont un effet significatif sur la probabilité d’acquisition d’une entreprise cible par un fonds de PE plutôt que par un acquéreur stratégique.

Déjà, l'intensité capitalistique de la cible, mesurée par le logarithme du total des actifs (N-1), présente un odd ratio de 1,240 ( $>1$ ) et une p-value  $<0,01$ , ce qui indique que les fonds de PE privilégient les cibles avec une base patrimoniale solide. Cette conclusion est d'autant plus robuste que l'intervalle de confiance est resserré [1,123 ; 1,366], montrant une précision élevée de l'estimation. Suite à la revue de littérature, nos attentes étaient presque contraires : les travaux de Caves (1996, 2007), Capron & Shen (2007) et Kaul & Wu (2016) indiquent qu'un niveau élevé d'actifs est très valorisé par des acquéreurs stratégiques cherchant à compléter leur ressources et capacités. Nos résultats prouvent, eux, que les PE trouvent aussi un intérêt, voire même un atout stratégique majeur, et que comparativement, les PE ont plus tendance à prendre en compte des actifs totaux élevés que des acquéreurs stratégiques. Cela ne s'oppose pas à la revue de littérature, mais la complète largement, permettant d'avancer que notre H2 est donc partiellement validée.

La rentabilité opérationnelle, mesurée par la marge d'EBITDA (à l'année N-1, en %), exerce également un effet positif et significatif (OR = 1,009 ;  $p < 0,01$ ). Bien que la valeur de l'OR paraisse faible, l'effet cumulatif est substantiel : même une amélioration modérée de la marge se traduit par une probabilité accrue de sélection par un fonds. Cette conclusion est parfaitement en accord avec la logique d'acquisition des fonds de PE comme explicité précédemment. Ce constat vient ainsi confirmer l'importance stratégique de la rentabilité dans la décision d'acquisition (H1 validée).

À l'inverse, la part du capital acquise influence négativement la probabilité d'acquisition par un PE (OR = 0,987 ;  $p < 0,01$ ). Ce résultat reflète la stratégie récurrente des fonds consistant à structurer des prises de contrôle majoritaires sans systématiquement atteindre 100 %, maintenant ainsi une participation des dirigeants ou des actionnaires historiques (H5 validée).

Après analyse, nous voyons que l'âge de la cible est également significatif (OR = 0,990 ;  $p < 0,05$ ), ce qui nous confirme que les PE privilégient des entreprises relativement plutôt jeunes. Ce profil correspond à la logique d'investissement visant à optimiser le potentiel inexploité de la cible dans un horizon de revente court à moyen terme (H3 validée).

En revanche, le logarithme du revenu opérationnel (N-1) ne présente pas d'effet significatif sur la probabilité d'acquisition ( $p \approx 0,997$ ). Ce résultat suggère que, toutes choses égales par ailleurs, le seul volume de chiffre d'affaires n'est pas un critère discriminant, une fois pris en compte la taille patrimoniale et la rentabilité. Ce constat nuance l'hypothèse selon laquelle un chiffre d'affaires élevé orienterait préférentiellement vers un acquéreur stratégique (H4 non validée).

### 1.2.2. Variables temporelles

Par la suite, des variables temporelles ont été mises en place en tant que variables indicatrices. Elles nous permettent de situer l'évolution de la propension générale à l'acquisition par un PE au fil du temps.

Les résultats sont nets, avec certaines années qui ont un effet négatif significatifs :

- 2017 (OR = 0,638 ;  $p < 0,10$ )
- 2021 (OR = 0,588 ;  $p < 0,10$ )
- 2022 (OR = 0,624 ;  $p < 0,10$ )
- 2023 (OR = 0,487 ;  $p < 0,05$ )

Ainsi, lors de ces 4 exercices, il était moins probable qu'une cible soit acquise par un fonds de PE. Nous y remarquons d'ailleurs les 3 années post-pandémie, validant le fait que le marché macroéconomique joue beaucoup sur notre probabilité. Par ailleurs, nous remarquons en particulier l'année 2023 marquée par un fort recul, probablement lié au resserrement du crédit après la hausse rapide des taux directeurs suite à la forte inflation ambiante. Au contraire, les autres années (2016, 2018, 2019, 2020, 2024) ne présentent pas de différence statistiquement significative.

Aucune hypothèse initiale n'ayant été formulée sur l'effet temporel, ces résultats constituent néanmoins une information importante pour contextualiser les tendances observées et comprendre les variations cycliques de l'activité des PE.

### 1.2.3. Variables sectorielles

Les résultats mettent en lumière des différences sectorielles nettes dans la probabilité d'acquisition par un PE. On le remarque puisque plusieurs secteurs ont un OR significativement inférieur à 1, impliquant une probabilité réduite pour une cible de ce secteur d'être acquise par un fonds de PE.

- Commerce (OR = 0,085 ;  $p < 0,05$ )
- Construction & immobilier (OR = 0,086 ;  $p < 0,05$ )
- Éducation (OR = 0,064 ;  $p < 0,05$ )
- Industrie manufacturière (OR = 0,116 ;  $p < 0,05$ )
- Santé & action sociale (OR = 0,166 ;  $p < 0,10$ )
- Services professionnels & soutien aux entreprises (OR = 0,102 ;  $p < 0,05$ )
- Transport & logistique (OR = 0,095 ;  $p < 0,05$ )

Nous avons ici des effets négatifs qui s'expliquent potentiellement par des modèles économiques qui ne créent pas de valeur très rapidement, ou bien par des secteurs où les acquéreurs stratégiques sont particulièrement nombreux.

Certains secteurs se démarquent encore plus nettement :

- Énergie & ressources (OR = 0,026 ;  $p < 0,01$ )
- Information, communication & médias (OR = 0,059 ;  $p < 0,01$ )

- Agriculture, sylviculture & pêche (OR = 0,093 ;  $p < 0,10$ )

Ces valeurs exceptionnellement basses témoignent d'une probabilité particulièrement faible, dirons-nous presque marginale, d'acquisition par un fonds de PE, probablement liée à la volatilité de ces secteurs, la complexité réglementaire ou bien des besoins d'investissement initiaux incompatibles avec l'horizon d'investissement typique des PE.

Nous sommes conscients qu'aucune hypothèse initiale n'avait été formulée concernant la sectorisation. En effet, elle était principalement là dans un but informatif. Cependant, notons que les résultats correspondants illustrent la forte sélectivité des fonds qui indiquent une préférence pour des secteurs avec un meilleur alignement avec de potentiels leviers de création de valeur.

Ainsi, les résultats qui viennent d'être présentés nous permettent de tirer des conclusions sur nos analyses.

Hypothèse 1 Rentabilité opérationnelle	Les entreprises présentant une marge d'EBITDA plus élevée ont une probabilité accrue d'être acquises par un fonds de PE.	Validée
Hypothèse 2 Intensité capitalistique	Les entreprises avec un niveau élevé d'actifs totaux (Total Assets) ont une probabilité plus forte d'être acquises par des acquéreurs stratégiques.	Partiellement validée – tendance inverse observée, actifs élevés attirent aussi les PE
Hypothèse 3 Maturité organisationnelle	Les entreprises plus jeunes ont une probabilité plus forte d'être acquises par des fonds de PE.	Validée
Hypothèse 4 Taille opérationnelle	Les entreprises présentant un revenu opérationnel élevé ont une probabilité plus forte d'être acquises par des acquéreurs stratégiques.	Non validée – revenu isolé n'est pas déterminant
Hypothèse 5 Degré de contrôle	Les transactions dans lesquelles la part du capital acquise est proche de 100 % sont plus susceptibles d'être réalisées par des acquéreurs stratégiques.	Validée

Tableau 7 – Validation empirique des hypothèses de recherche

## 2. Tests de robustesse

### 2.1. Analyse de l'asymétrie des variables (Skewness)

Le premier test de robustesse des résultats réalisé est un test d'asymétries des variables. L'idée derrière ce test est de vérifier que les variables quantitatives collent bien aux exigences de la régression logistique binaire. Ce test nous montre que nous avons raison de réaliser une transformation logarithmique sur les variables continues financières (Logarithme du revenu opérationnel N-1 : skewness = 0,26 / Logarithme du total des actifs N-1 : skewness = 0,57).

Mais au-delà de valider l'existant, ce test nous a permis de mettre en avant le fait que la variable 'Age de la cible' avait une asymétrie modérée (1,53). Cela n'invalide pas nos recherches, mais met un point d'attention à la coexistence dans l'échantillon de jeunes entreprises et d'entreprises très anciennes. Quant à la part du capital acquis, elle présente une forte asymétrie négative (skewness = -1,65), principalement due à la forte proportion d'opérations dans lesquelles la totalité du capital est acquise.

En conclusion, les distributions des asymétries obtenues après traitement initial sont jugées acceptables et nous apportent de la validité interne à l'étude, garantissant une meilleure fiabilité des estimations.

### 2.2. Modèles réduits

Afin de tester la robustesse des résultats obtenus avec le modèle complet, deux modèles restreints ont été estimés :

- Modèle réduit 1 : inclut uniquement l'âge de la cible (Target\_Age), les variables sectorielles (Sectorization) et les variables temporelles (Deal\_Year).
- Modèle réduit 2 : inclut les variables financières et structurelles (Log\_ttal\_assets\_deal\_minus1, Ebitda\_margin\_deal\_minus1, Acquired\_stake, Log\_operating\_revenue\_deal\_minus1) ainsi que les variables sectorielles.

Les principaux résultats sont synthétisés dans le tableau 8 ci-dessous.

Variable / Effet attendu	Modèle complet	Modèle réduit 1	Modèle réduit 2	Commentaire
Log total actifs (N-1)	+***	—	+***	Effet robuste, significatif et stable
Marge d'EBITDA (N-1, %)	+***	—	+***	Effet robuste, inchangé

Variable / Effet attendu	Modèle complet	Modèle réduit 1	Modèle réduit 2	Commentaire
Part du capital acquis (%)	—***	—	—***	Effet robuste, cohérent avec H5
Âge de la cible	—**	NS	—	Perte de significativité sans variables financières
Log revenu op. (N-1)	NS	—	NS	Non significatif dans toutes les spécifications
Effets secteur	Oui***	Oui***	Oui***	Stables et robustes
Effets année	Oui**/NS	2023 ~*	—	Effets temporels cohérents avec le complet

**Tableau 8 – Comparaison des effets de significativité entre les modèles réduits et le modèle principal**

Légende : + = effet positif ; – = effet négatif ; \*\*\*  $p < 0,01$  ; \*\*  $p < 0,05$  ; \*  $p < 0,10$  ; NS = non significatif ; — = variable exclue du modèle.

Le modèle réduit 1 montre que, même en l'absence des variables financières, les effets sectoriels restent fortement significatifs et cohérents avec le modèle complet. L'âge de la cible perd toutefois sa significativité, ce qui indique que son effet dépend en partie des variables financières corrélées (taille, rentabilité). L'année 2023 conserve un effet négatif proche du seuil de significativité ( $p \approx 0,06$ ).

Le modèle réduit 2 confirme que les variables financières et structurelles clés (taille des actifs, rentabilité, part du capital acquis) conservent un effet significatif et de même signe que dans le modèle complet, indépendamment des variables temporelles et de l'âge de la cible. Les effets sectoriels restent également stables.

D'après les résultats, les principaux déterminants sont robustes dans le modèle complet et la présence simultanée de toutes les variables n'influence pas les liens établis qui se maintiennent dans des spécifications restreintes.

Les résultats complets, incluant les valeurs précises des rapports de côtes, intervalles de confiance et niveaux de significativité pour les deux modèles, sont présentés en Annexe (Tableaux A.1 et A.2).

### 2.3. Modèle temporel



L'intérêt du test est de vérifier la robustesse des relations observées dans le modèle complet dans un environnement macroéconomique plus homogène et récent. En restreignant l'échantillon aux transactions postérieures à 2018 l'objectif est de neutraliser d'éventuels effets liés à des chocs sectoriels ou économiques survenus avant cette date (par ex. variations de taux d'intérêt, évolutions réglementaires). Par rapport au modèle de base, où les années étaient déjà intégrées sur l'ensemble de la période étudiée, cette approche permet d'observer si les déterminants restent stables dans un contexte temporel resserré et récent.

Le modèle temporel avance des résultats tout à fait encourageants pour notre validité d'étude. En effet, les valeurs financières et structurelles conservent leur robustesse : la taille patrimoniale/ intensité capitalistique calculée par les actifs totaux garde un effet positif fort et très significatif ( $OR = 1,269$  ;  $p < 0,01$ ) confirmant la préférence des fonds de PE pour les entreprises cibles ayant une forte intensité capitalistique. De la même manière, la très attendue rentabilité opérationnelle reste avec un effet positif et significatif cohérent avec notre analyse de la littérature ( $OR = 1,016$  ;  $p < 0,01$ ). Par la suite, la variable concernant la part du capital acquis reste avec un effet négatif significatif. Cela veut dire, comme précisé plus tôt, que les PE n'acquièrent pas 100% du capital, et que c'est totalement une tendance ( $OR = 0,991$  ;  $p < 0,01$ ). Finalement, la variable de l'âge de la cible garde un effet négatif, avec une certaine proximité avec le seuil de significativité suggérant une préférence des fonds de PE pour des entreprises plus jeunes ( $OR = 0,990$  ;  $p \approx 0,056$ ).

Concernant nos variables sectorielles, la sélectivité reste marquée, avec des secteurs ayant une probabilité réduite d'être acquises par un fonds de PE (commerce, construction & immobilier, éducation, énergie & ressources, industrie manufacturière, information & communication, santé & action sociale, services professionnels & soutien aux entreprises, transport & logistique). Ces résultats sont cohérents avec les résultats de notre modèle principal, ainsi qu'avec nos modèles réduits.

L'effet temporel pur, mesuré via les variables d'année, ne révèle pas de retournement structurel majeur par rapport au modèle complet. Les variations inter-annuelles observées ne modifient pas les relations structurelles entre les variables financières/sectorielles et la probabilité d'acquisition par un PE. La significativité légèrement renforcée de certaines variables par rapport aux modèles précédents témoigne d'une bonne stabilité des déterminants dans le temps.

## Conclusion

Dans un premier temps, les caractéristiques financières et structurelles de la cible influencent bel et bien sa probabilité d'être acquise par un fonds de PE. En effet, la taille patrimoniale ainsi que la rentabilité opérationnelle accroissent de manière significative cette probabilité contrairement aux acquisitions de 100% du capital qui motivent davantage les acteurs stratégiques. L'âge de la cible, lorsqu'il est plus faible, renforce également l'attractivité auprès des PE.

Le second point est que les effets sectoriels sont tout à fait marqués, et restent stables lors de nos tests de robustesse. Les investisseurs ont clairement mis en place une forte sélectivité quant aux secteurs d'activités, avec des secteurs écartés par des fonds de PE, tels que, par exemple, le commerce, l'éducation, ou encore l'industrie manufacturière.

Enfin, le troisième point est que les tests de robustesse confirment la stabilité des résultats. Les effets principaux sont tout à fait conservés dans les modèles réduits, mais aussi dans le modèle temporel sur les années récentes (>2018). Cette cohérence malgré les tests valide la stabilité de nos résultats.

Ces enseignements décrivent le profil des entreprises majoritairement sollicités par des investisseurs financiers et nous mènent vers la discussion suivante.

## Discussion

Des critères financiers, structurels et sectoriels ont été identifiés afin d'analyser quelle est leur influence sur la probabilité qu'une entreprise française soit acquise par un fonds de PE plutôt que par un acteur stratégique. L'objectif de cette discussion est de situer ces résultats dans le cadre théorique et pratique de la littérature actuelle, d'identifier les contributions spécifiques, d'offrir une analyse économique et stratégique, ainsi que de déterminer leurs conséquences pratiques et les contraintes de l'étude.

### **1. Rappel synthétique des principaux résultats**

D'après l'analyse économétrique, les caractéristiques financières et structurelles représentent les principaux déterminants de la probabilité étudiée. Cette probabilité est corrélée à la taille patrimoniale (total des actifs) et à la rentabilité opérationnelle (marge d'EBITDA) et l'est inversement à l'âge de l'entreprise. En revanche, les acquisitions de 100% du capital des sociétés ainsi que certains secteurs sont privilégiés par les acteurs stratégiques, traduisant une forte exigence des critères d'investissements des PE. Il importe de rappeler que les tests de robustesse confirment la stabilité de ces résultats dans le temps et à travers différentes spécifications.

### **2. Confrontation avec la littérature**

#### **2.1. Confirmation de la littérature existante**

La grande majorité des résultats empiriques obtenus confirme ceux de travaux historiques, traduisant une certaine constance des déterminants des acquisitions par les acteurs financiers.

##### **2.1.1. Rentabilité opérationnelle**

La corrélation de la marge d'EBITDA et de la probabilité d'acquisition par un fonds de PE (H1 validée) avait déjà été identifiée dans les travaux fondateurs de Kaplan & Strömberg (2009). Ceux-ci déterminent la capacité à générer des flux de trésorerie stables, le potentiel de croissance et la qualité du management comme étant trois critères fondamentaux d'investissements pour les PE. Cette relation est également confirmée par Guo, Hotchkiss & Song (2011), qui prouvent que la marge d'EBITDA conditionne directement la capacité d'une cible à supporter un niveau élevé d'endettement, sans limiter ses dépenses CapEx ou ses projets de croissance externe.

De plus, la littérature actuelle (Acharya et al., 2013 ; Loos, 2020) identifie la marge d'EBITDA comme étant une mesure tout à fait appropriée dans le cadre de LBO. Effectivement, elle mesure la performance opérationnelle et la qualité des revenus sans être largement affectée par

des décisions comptables. Dans le contexte de notre étude, la rentabilité reste un critère discriminant majeur.

#### 2.1.2. Taille patrimoniale

La littérature étudiée nous permet de confirmer nos analyses à propos de la corrélation entre la probabilité d'acquisition par un fonds de PE et la taille patrimoniale (logarithme du total des actifs totaux) de la cible. En effet, les travaux de Fidrmuc et al. (2012) et Wilson, Amini & Wright (2022) mettent en lumière ce phénomène. Selon eux, une entreprise avec plus d'actifs représente une garantie supplémentaire pour les fonds de PE, ainsi que pour les prêteurs dans le cas d'un LBO. D'après Zhao (2019), la taille patrimoniale d'une entreprise peut être un argument majeur dans le cadre de négociations avec ses clients et ses fournisseurs, ce qui favorise évidemment la volonté d'investissement des potentiels acquéreurs financiers.

#### 2.1.3. Part du capital acquis

La baisse d'intérêt des fonds de PE dans le cadre de prises de contrôle intégrales se remarque également dans les recherches de Malenko (2014) et Martos et al. (2022), qui détectent plutôt une volonté de prise de contrôle majoritaire mais non intégrale de la part des PE. Ce processus permet un alignement des intérêts entre les actionnaires et le PE qui a besoin de s'appuyer sur l'expertise sectorielle et l'expérience de l'équipe de management pour atteindre ses objectifs d'investissement. La prise de contrôle majoritaire mais non intégrale permet aux dirigeants actionnaires de réinvestir dans leur société tout en partageant le risque avec l'actionnaire majoritaire.

#### 2.1.4. Préférence pour des entreprises plus jeunes

La relation négative entre l'âge de la cible et la probabilité d'acquisition par un PE valide les conclusions de Cressy et al. (2007) et Harford et al. (2012). Ces références issues de la revue de littérature explicitent le fait que les entreprises plus jeunes sont souvent vues par les fonds de PE comme des entreprises plus flexibles, leur permettant d'implémenter à leur guise, ou du moins plus facilement, des plans de transformation structurelle rapides. Cela donne ainsi aux fonds de PE une vision de l'entreprise cible en tant que potentiel inexploité, qui maximiserait avec forte probabilité la création de valeur sur l'horizon d'investissement (5 à 7 ans pour rappel).

#### 2.1.5. Sélectivité sectorielle

Le manque de diversité de secteur exploité par les fonds de PE est tout à fait cohérent d'après les travaux de Osborne, Tetlock & Vissing-Jorgensen (2012) qui relèvent que ces acteurs évitent les industries à faibles marges, où les cycles économiques sont volatils et les contraintes réglementaires lourdes. De plus, la restriction sectorielle est un moyen pour les fonds de PE d'exploiter et de développer une expertise opérationnelle reconnue Cumming, Siegel & Wright (2007).

## 2.2. Divergences et nuances

Si nos résultats confirment de nombreux travaux, certaines divergences et nuances méritent d'être analysées.

### 2.2.1. Taille patrimoniale

Plusieurs études, dont Baldi (2013) et Gaughan (2018), avancent que les cibles à forte intensité capitaliste sont plus souvent acquises par des acteurs stratégiques. La logique de synergie permet au groupe de profiter des actifs en commun afin de renforcer leur chaîne de valeur, optimiser leur outil industriel ou leur processus opérationnel. Fait surprenant, mais nos résultats avancent, à l'inverse, que la taille patrimoniale est aussi un facteur d'attractivité pour les fonds de PE. Cela peut potentiellement s'expliquer par le fait que récemment, le contexte français a été marqué par un resserrement monétaire, impliquant une prudence plus importante des banques. C'est ainsi que les actifs intangibles constituent un gage, une garantie de sécurité pour les prêteurs. De plus, particularité française, mais une part importante des cibles françaises opèrent dans des secteurs capitalistes tels que l'industrie, l'agroalimentaire ou encore la logistique (France Invest, 2025). Ce critère devient alors moins discriminant entre fonds de PE et acquéreurs stratégiques par rapport à d'autres pays.

### 2.2.2. Chiffre d'affaires

Contrairement à l'hypothèse H5 de ce mémoire et aux observations de Barger et al. (2008), le chiffre d'affaires opérationnel n'apparaît pas comme un facteur discriminant une fois contrôlées la taille patrimoniale et la rentabilité. Ce résultat suggère que, pour les PE, la qualité des revenus prime sur leur volume. Les revenus élevés mais générés dans des activités à faible marge ou instables ne constituent pas un facteur d'attractivité en soi.

## 2.3. Apports spécifiques de cette étude

Cette étude apporte des éléments complémentaires sur les déterminants des acquisitions par les fonds de PE en France. Elle met en avant l'impact des particularités nationales (structure sectorielle, conditions de financement) qui peuvent orienter le résultat différemment que dans un contexte international, comme c'est le cas pour le rôle de la taille patrimoniale. Grâce à un modèle combiné entre finance et structure, notre analyse permet une lecture complète mais surtout intégrée des déterminants des logiques d'appariement cibles-acquéreurs, permettant ainsi de mieux comprendre comment ces dimensions interagissent.

### **3. Interprétation économique et stratégique**

Les résultats empiriques obtenus ne se limitent pas à confirmer ou infirmer les hypothèses formulées, puisqu'ils permettent également de comprendre les mécanismes économiques et stratégiques sous-jacents qui orientent les décisions d'investissement des fonds de PE et ce autour de quatre pôles clairs : la logique financière, la structure opérationnelle, le profil de croissance et la sélectivité sectorielle.

#### **3.1. Logique financière : rôle central de la rentabilité et de la taille patrimoniale**

##### **3.1.1. Rentabilité opérationnelle comme moteur de l'effet de levier**

Le rôle déterminant de la marge d'EBITDA dans la probabilité d'acquisition par un PE s'explique avant tout par la mécanique propre des montages à effet de levier (Leverage Buy-Out – LBO). Celui-ci est un montage fortement utilisé par les fonds de PE, qui utilisent la dette contractée pour financer l'acquisition et la remboursent via les flux de trésorerie générés par la cible. Ceci est totalement aligné avec la théorie de Modigliani & Miller (1963) et Jensen (1986), mettant en avant que les entreprises les plus attractives pour un financement, celles qui ont le plus d'opportunités d'obtenir un financement dans de belles conditions, sont celles dont les flux de trésorerie sont stables et prévisibles. Cette logique et ces résultats concordent avec les textes identifiés en revue de littérature comme Kaplan & Strömberg (2009) et Acharya et al. (2013), qui identifient la rentabilité comme un critère clé de sélection en PE.

##### **3.1.2. Taille patrimoniale comme levier de financement**

Comme vu dans les résultats, la taille patrimoniale et la probabilité d'acquisition par un fonds de PE ont un effet négatif.

Cela a deux effets : le premier est que les actifs tangibles constituent un argument de négociation clé pour une cible lors de sa négociation pour du financement bancaire, en améliorant les conditions de crédit. Le montage financier est ainsi plus simple à réaliser. Le deuxième effet est le fait que les entreprises avec une plus grande taille patrimoniale (on entend ici des actifs totaux plus importants) ont fréquemment une meilleure réputation sur leur marché,

comme avancé par Daromes et al. (2024). Les investisseurs ont ainsi une plus grande confiance en l'entreprise, facilitant sa probabilité d'acquisition.

### 3.2. Structure opérationnelle : flexibilité et gouvernance partagée

#### 3.2.1. Préférence pour des entreprises plus jeunes

La relation négative entre âge avancé de la cible et acquisition par un fonds de PE confirme l'intérêt des fonds de PE pour des cibles plus jeunes, qui de manière générale sont moins contraintes par des routines organisationnelles et plus ouvertes à des changements rapides. Cela permet au fonds de PE d'insuffler une volonté rapide de mettre en place de nouvelles stratégies de croissance ou d'améliorer l'existant (Sirén, 2017).

#### 3.2.2. Participation minoritaire résiduelle des cédants

L'importance d'une gouvernance partagée se remarque dans le lien opposé entre acquisition intégrale et probabilité d'acquisition par un fonds de PE. Si le vendeur garde une part du capital, même minoritaire, alors ses intérêts financiers personnels sont alignés avec ses intérêts professionnels de résultat, notamment dans la phase post-acquisition. C'est pourquoi le fonds de PE a tout intérêt à garder le savoir-faire des managers/ actionnaires historiques. De plus, maintenir aux commandes via la rétention de capital (quand bien même minoritaire) une équipe dirigeante déjà présente avant l'acquisition permet de limiter le risque de perturbations liées à un changement trop brutal d'équipe dirigeante (Bae & Joo, 2021).

### 3.3. Profil de croissance : qualité vs volume des revenus

L'absence d'effet significatif du chiffre d'affaires brut confirme que les PE privilégient la qualité des revenus à leur volume. Une activité générant un chiffre d'affaires élevé mais à faible marge n'offre pas la même capacité de création de valeur qu'une activité plus modeste mais hautement profitable.

Cette logique rejoint les observations de Barger et al. (2008) selon lesquelles le chiffre d'affaires seul est un indicateur imparfait pour évaluer l'attractivité d'une cible, et qu'il doit être replacé dans le contexte de sa rentabilité et de sa stabilité.

### 3.4. Sélectivité sectorielle : arbitrage entre potentiel et risque

Certaines disparités sectorielles sont mises en avant par l'étude, reflétant des arbitrages stratégiques :

Les secteurs favorisés par les PE présentent souvent des marges récurrentes, une faible exposition aux cycles économiques et un potentiel de consolidation (buy-and-build).

Les secteurs évités cumulent généralement plusieurs “contraintes” comme une forte cyclicité notamment présente dans l’industrie manufacturière, le transport ou la logistique, des contraintes aussi réglementaires comme dans la santé ou l’énergie, ou bien encore des marges naturellement faibles du fait de coûts structurellement élevés comme dans le commerce ou la restauration.

Cette sélectivité illustre aussi la notion d’« avantage informationnel sectoriel » (Cumming et al., 2007) : les PE se concentrent sur les industries où ils disposent d’une expertise interne, ce qui réduit l’incertitude et augmente les chances de succès de leur plan d’affaires.

### 3.5. Lecture stratégique globale

Ainsi pour conclure, la décision d’acquisition d’un fonds de PE est guidée par un besoin pour la cible d’être en capacité de générer du cash-flow pour soutenir un financement par LBO, d’avoir une taille patrimoniale suffisante permettant une certaine sécurité financière. De plus, la cible a besoin de faire preuve de flexibilité organisationnelle, de potentiel de transformation rapide, et de positionnement sectoriel offrant un duo rendement/ risque favorable.

Ces résultats confirment que, stratégiquement, un fonds de PE trouve une cible attractive par ses indicateurs financiers et par sa capacité à être transformée pour assurer une création de valeur importante sur un horizon d’investissement assez limité.

## 4. Implications managériales et pratiques

Si nous avons précédemment explicité les enseignements académiques de cette recherche, il convient d’avancer les apports concrets que cette étude donne aux dirigeants d’entreprise et aux investisseurs dans des fonds de PE.

### 4.1. Dirigeants d’entreprises cibles

Dans un premier temps, cette étude souligne certains points cruciaux pour un dirigeant d’entreprise souhaitant ouvrir son capital à un fonds de PE. En effet, il faut que le dirigeant ait en tête, bien avant d’entamer le processus, que de solides bases financières seront souvent exigées par les fonds de PE en phase d’analyse et de négociation. Cela se caractérise fréquemment par une performance opérationnelle (Marge d’EBITDA) robuste, montrant la capacité de l’entreprise de générer des flux de trésorerie réguliers dans le cadre notamment d’un LBO. Des actions ciblées de réorganisation structurelle et financière, telles que l’affinage du



mix produit, l'optimisation des processus internes ou encore la concentration de ressources sur des segments plus profitables, peuvent ainsi améliorer ce type d'indicateurs en amont du processus de cession.

De la même manière, il ne faut pas, pour un dirigeant, négliger le profil patrimonial de son entreprise. En effet, les actifs tels que des équipements, des infrastructures, ou des actifs intangibles ne sont pas uniquement perçus comme des garanties bancaires par les fonds de PE, mais bel et bien comme un moyen d'arborer une image stable et résiliente.

La question du contrôle transmis lors de l'opération doit aussi être soigneusement anticipée. Comme vu lors des résultats de notre étude, les fonds de PE maintiennent souvent des managers/ actionnaires historiques lors de leur passage au capital. En effet, cette configuration corréle la motivation du manager à un intérêt financier personnel, capitalisant sur l'expérience interne pour atteindre une plus grande valorisation à la sortie. Un dirigeant d'entreprise doit ainsi mesurer les responsabilités attenantes à cette décision.

#### 4.2. Investisseurs en PE

Côté investisseurs dans les fonds de PE, les résultats confirment majoritairement ce qui a été vu lors de notre revue de littérature. C'est pourquoi les investisseurs en fonds de PE doivent notamment avoir en tête, après la lecture de cette étude, que l'environnement sectoriel joue un rôle central dans cette approche d'acquisition. La tendance actuelle à la sectorisation des fonds de PE (Cao et al., 2023) est ainsi bien justifiée, et devrait continuer dans ce sens. Il convient cependant de mentionner aux acteurs du monde du PE que certains secteurs pourraient s'avérer, du jour au lendemain, être de belles niches spécialisées après un changement dans la réglementation ou bien une innovation majeure. Il est ainsi primordial d'assurer une veille stratégique sur des secteurs d'habitude moins regardés, afin de ne pas louper de superbes opportunités d'investissement, et même de les atteindre avant d'autres fonds de PE.

### **5. Limites de l'étude et pistes de recherche**

Ce mémoire présente, comme toute recherche, des limites qui permettront aux lecteurs de mieux interpréter les résultats et d'identifier des pistes de prolongement de l'étude.

La première limite est due au choix géographique porté dès le début de cette recherche. En effet, si le fait de se concentrer sur le marché français est un choix assumé dès le début, il n'en reste pas moins intéressant d'approfondir cette étude à d'autres géographies européennes ou plus lointaines. Si cette focalisation sur le marché français a permis d'obtenir au cours de ce mémoire une vision contextualisée, elle limite la généralisation des résultats à d'autres marchés. Une étude comparative entre plusieurs pays européens/ nord-américains permettrait certainement de comprendre si les déterminants explicités dans ce travail sont universels, ou

bien simplement propres au contexte français. De la même manière, la revue de littérature a été presque intégralement basée sur des études concernant d'autres géographies, limitant ainsi la véracité des hypothèses de recherche.

La seconde limite est celle de la période d'observation. De la même manière que la géographie, ceci était un choix de départ. L'échantillon, couvrant des années 2015 à 2024, est par nature un échantillon mouvementé, avec des conditions macroéconomiques contrastées et le passage de la crise sanitaire impactant grandement les marchés. Même si les tests de robustesse temporels suggèrent une stabilité des déterminants calculés, une analyse sur une période plus longue, accompagnée d'une analyse segmentée (par cycle macroéconomique par exemple) permettrait une analyse plus profonde des logiques d'appariement.

Troisièmement, une limite méthodologique est évidente dans la nature des variables disponibles : indicateurs financiers, structurels, temporels et sectoriels. Si ces dimensions capturent une bonne partie des indicateurs clés d'appariement, elles n'en restent pas moins quantitatives. Cette étude pourrait ainsi être complétée par un volet qualitatif, regroupant par exemple des retours d'expériences sur la composition et l'expérience de l'équipe dirigeante, sur la culture d'entreprise, la qualité des systèmes d'information etc. Les possibilités sont infinies, mais ajouteraient cependant une grande granularité très intéressante à cette étude via des enquêtes ou entretiens.

Par la suite, le nombre relativement restreint de transactions étudiées après nettoyage est de toute évidence une limite à mettre en avant. Nous avons précédemment déjà expliqué la raison de ce grand nettoyage, qui a ainsi limité la représentativité des transactions "PE" sur la période étudiée. Il est ainsi possible que certaines tendances d'appariement, notamment explicitées dans des hypothèses non validées, n'aient pas été relevées du fait d'un nombre trop peu important de transactions dans notre échantillon final.

Enfin, il faut souligner la difficulté d'évaluer l'impact post-acquisition des déterminants identifiés. L'étude analyse la probabilité qu'une entreprise soit acquise par un PE plutôt qu'un stratégique, mais ne mesure pas la performance réalisée après l'acquisition. Or, relier les caractéristiques initiales d'une cible à sa création de valeur effective constituerait une avancée importante, à la fois pour la recherche et pour la pratique professionnelle.

Ces limites nous ont permis d'identifier des pistes de recherche pour de futures recherches explicitées précédemment. Il convient aussi de mentionner, en plus des précédentes, la possibilité d'articuler l'analyse des déterminants d'acquisition avec l'étude des performances post-deal, ce qui permettrait de passer d'une logique de prédiction à une logique d'évaluation de la création de valeur.

## Conclusion

L'objectif du mémoire est de pouvoir identifier les facteurs influençant la probabilité qu'une entreprise française soit acquise par un fonds de PE ou par un acteur stratégique. Cette recherche a mobilisé un contexte théorique, construit à partir de la littérature académique, ainsi qu'une analyse économétrique sur un échantillon de 2 745 transactions réalisées depuis 2015. L'intérêt est de mettre en lumière la manière dont les caractéristiques (financières, structurelles, sectorielles et temporelles) des cibles conditionnent cette orientation.

Les analyses démontrent que la rentabilité opérationnelle (marge d'EBITDA) ainsi que la taille patrimoniale (total des actifs) constituent les deux principaux facteurs augmentant la probabilité d'acquisition par un fonds de PE, tandis que les prises de contrôle intégrales sont majoritairement réalisées par des acteurs stratégiques. Les investisseurs financiers témoignent d'un rejet de certains secteurs (commerce, construction et immobilier, éducation, industrie manufacturière, transport et logistique) ainsi qu'un attrait particulier pour les jeunes entreprises. À noter que les tests de robustesse confirment la stabilité de ces résultats sur la période étudiée.

Ce travail apporte plusieurs contributions originales. Il met en évidence que, contrairement à certaines conclusions antérieures, la taille patrimoniale joue aussi un rôle positif dans l'attractivité des cibles pour les PE, probablement en raison de sa valeur comme garantie dans un contexte de financement par effet de levier. Il confirme également que la qualité des revenus prime sur leur volume, le chiffre d'affaires seul n'étant pas un discriminant pertinent une fois la rentabilité contrôlée. Enfin, il propose une cartographie sectorielle fine, rarement documentée avec ce niveau de granularité pour le marché français.

D'après les résultats, les actionnaires des sociétés doivent concentrer leurs efforts sur l'optimisation de la rentabilité, la valorisation de leurs actifs ainsi que l'anticipation d'une dilution progressive de leur part au capital afin de devenir attractif pour les investisseurs financiers. Ils confirment les critères stricts des PE concernant les aspects financiers et la capacité de transformation rapide tout en invitant à rester attentifs aux opportunités émergentes dans des secteurs aujourd'hui moins prisés.

Quelques limites s'inscrivent dans cette étude. En effet, le manque d'informations exploitables sur les transactions PE a réduit significativement la taille de l'échantillon, et donc la variété sectorielle. De plus, les recherches se sont restreintes à l'échelle nationale sur les dix dernières années, marquées par des conditions macroéconomiques contrastées. Les conclusions pourraient également être précisées, enrichies, en intégrant des données qualitatives (politique managériale, culture organisationnelle) et des mesures de performance post-intégration en fonction des variables explicatives envisagées dans ce mémoire.

En revanche, de nouvelles recherches sont envisageables pour analyser le sujet de manière plus globale : étendre les recherches à l'international, intégrer des données qualitatives et déterminer des critères de succès post-deal. Comprendre les facteurs déterminant la décision d'investisseur

(financiers ou stratégiques) est nécessaire dans un contexte transactionnel. En s'appuyant sur des données historiques sur les 10 dernières années, ce mémoire ambitionne d'apporter des éléments de réponse sur cette thématique centrale de la finance d'entreprise contemporaine.

# Bibliographie

## Introduction

Grillet-Aubert, L. (2023). Private equity overview and vulnerabilities. *Autorité des marchés financiers*.

PwC. (2022). Le marché des fusions-acquisitions a atteint des sommets en 2021. *PwC France*.

Datasite. (2023). A new wave of M-and-A transactions in sight for the French market. *Datasite*.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>

France Invest. (2022). Activité du capital-investissement en 2022. *France Invest*.

Wilson, N., Amini, S., & Wright, M. (2022). Determining the characteristics of the private equity targets: UK evidence. *British Journal of Management*, 33(1), 138–159.

## Revue de la littérature

Graebner, M. E., Eisenhardt, K. M., & Roundy, P. T. (2010). *Success and failure in technology acquisitions: Lessons from buyers and sellers*. *Academy of Management Perspectives*, 24(3), 73–92.

Sudarsanam, S. (2007). *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges*. Harlow, England: Financial Times Prentice Hall.

Martos, R., Uslu, B., & Angwin, D. (2022). Financial vs. strategic buyers: An organizational identity theory perspective on value creation in M&A. *British Journal of Management*, 33(1), 65-85.

Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1993). *The role of culture compatibility in successful organizational marriage*. *Academy of Management Executive*, 7(2), 57–70

Le Monde. (2016, October 4). *LVMH met la main sur la marque de valises Rimowa*. Le Monde.[https://www.lemonde.fr/economie/article/2016/10/04/lvmh-met-la-main-sur-la-marque-de-valises-rimowa\\_5007440\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2016/10/04/lvmh-met-la-main-sur-la-marque-de-valises-rimowa_5007440_3234.html)

Malenko, N. (2014). Strategic and financial bidders in takeover auctions. *Journal of Finance*, 69(2), 785–818.

Reuters. (2017, October 25). *Refresco agrees to €1.6 billion buyout offer from PAI Partners*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/us-refresco-ma-pai-idUSKBN1CU0U4>

Kaul, A., & Wu, B. (2016). A capabilities-based perspective on target selection in acquisitions. *Strategic Management Journal*, 37(7), 1220–1239.

Caves, R. E. (1996). *Multinational Enterprise and Economic Analysis* (2nd ed.). Cambridge University Press.

Caves, R. E. (2007). *Multinational Enterprise and Economic Analysis* (3rd ed.). Cambridge University Press.

Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2013). Learning from repetitive acquisitions: Evidence from the European market. *Finance Research Letters*, 10(1), 45-58. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2012.06.002>

Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449–476.

Vild, J., & Zeisberger, C. (2014). Strategic Buyers vs. Private Equity Buyers in an Investment Process. INSEAD Working Paper 2014/39/DSC/EFE.

McCarthy, D. M., & Fader, P. S. (2018). Customer-Based Corporate Valuation for Publicly Traded Non-Contractual Firms.

Ahammad, M. F., & Glaister, K. W. (2013). The pre-acquisition evaluation of target firms and cross-border acquisition performance. *International Business Review*, 22(5), 894–904.

Baldi, F. (2013). *Private Equity Targets: Strategies for Growth, Market Barriers and Policy Implications*. SpringerBriefs in Business.

Cressy, R., Munari, F., & Malipiero, A. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 647–669

Lavery P, Tsoukalas J, Wilson N (2024) Private equity financing and firm productivity. The Productivity Institute ESRC, working paper series. The Productivity Institute, SSRN

Siemerink, J. (2020). Target selection in private equity: The use of simple rules. University of Twente.

France Invest. (2024). Impact économique et social du capital-investissement français – Édition 2024. Paris : France Invest. <https://www.franceinvest.eu>

Fidrmuc, J. P., Roosenboom, P., Paap, R., & Teunissen, T. (2012). One size does not fit all: Selling firms to private equity versus strategic acquirers. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102163

Autorité des marchés financiers. (2023). *Private equity : état des lieux et vulnérabilités*.

Desbrières, P., & Schatt, A. (2002). Le capital-investissement en France : spécificités et performances. *Finance Contrôle Stratégie*, 5(3), 5-38.

Gompers, P. A., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2022). Private equity and Covid-19. *Journal of Financial Intermediation*, 51, 100968.

McNulty, J. (2025, 11 février). Burlington sells Sokol to French strategic buyer Solina. *PE Professional*. <https://peprofessional.com/2025/02/burlington-sells-sokol-to-french-strategic-buyer-solina/>

Chakrabarti, A., & Mitchell, W. (2013). The persistent effect of geographic distance in acquisition target selection. *Organization Science*, 24(6), 1805–1826.

Capron, L., & Shen, J. C. (2007). *Acquisitions and integration as learning processes: Evidence from the global banking industry*. *Academy of Management Journal*, 50(3), 515–533.

Osborne, S., Katselas, D., & Chapple, L. (2012). The preferences of private equity investors in selecting target acquisitions: An international investigation. *Australian Journal of Management*, 37(3), 361–389

Bargeron, L. L., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Zutter, C. J. (2008). Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? *Journal of Financial Economics*, 89(3), 375–390

Williams, E. (2007). *Selling Your Business: A Guide to the Process*. Mirus Capital Advisors. [Document interne, cité p.1]

Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2014). Culture clash in mergers and acquisitions: A strategic perspective. *The Palgrave Handbook of Cross-Border Mergers and Acquisitions*, 119–142. London: Palgrave Macmillan. [https://doi.org/10.1057/9781137351277\\_6](https://doi.org/10.1057/9781137351277_6)

### Hypothèses de recherche

Darnell, J. (2024, 1 avril). *What are some of the key differences between a financial buyer and strategic buyer?* Divestopedia.

### Méthodologie de recherche

Cottrell, P. (2016). *Research Methods in Quantitative Finance*. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2794573>

Imenda, S. (2014). *Is there a conceptual difference between theoretical and conceptual frameworks?* *Journal of Social Sciences*, 38(2), 185–195. <https://doi.org/10.1080/09718923.2014.11893249>

Kim, Y.-S. (2020). *The effect of consistency in accounting choices on financial statement comparability: Evidence from South Korea*. *Global Business & Finance Review*, 25(3), 19–33.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). New York, NY: McGraw-Hill Education.

Kennedy, P. (2008). *A guide to econometrics* (6th ed.). Malden, MA: Blackwell Publishing.

Wooldridge, J. M. (2019). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Boston, MA: Cengage Learning.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). Pearson Education Limited.

Mason, C. H., & Perreault, W. D. (1991). Collinearity, power, and interpretation of multiple regression analysis. *Journal of Marketing Research*, 28(3), 268–280. <https://doi.org/10.1177/002224379102800302>

Hosmer, D. W., Lemeshow, S., & Sturdivant, R. X. (2013). *Applied Logistic Regression* (3rd ed.). Wiley.

## Discussion

Guo, S., Hotchkiss, E. S., & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance*, 66(2), 479–517. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01640.x>

Acharya, V. V., Gottschalg, O., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *Review of Financial Studies*, 26(2), 368–402. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs108>

Loos, B. (2020). Private equity performance and the role of operating partners. *Journal of Private Equity*, 23(2), 45–56. <https://doi.org/10.3905/jpe.2020.1.110>

Zhao, B. J. (2019). *Cost stickiness and supply chain bargaining power* (Thèse de doctorat).

Harford, J., Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2012). The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers. *Journal of Financial Economics*, 106(2), 247–261. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.02.001>



Cumming, D., Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.04.008>

Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (7th ed.). Hoboken, NJ: Wiley.

France Invest. (2025, 26 mars). *Activité du capital-investissement français en 2024* (communiqué/statistiques auditées). <https://www.franceinvest.eu/>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Daromes, F. E., Jao, R., Lukman, L., & Wiasal, R. (2024). Firm size as antecedent of corporate reputation and their impact on firm value. *AKRUAL: Jurnal Akuntansi*, 13(2), 187–200. <https://doi.org/10.26740/jaj.v13n2.p187-200>

Sirén, C. (2017). *Breaking the routines: Entrepreneurial orientation, strategic flexibility and their interplay in the international new venture*. *Journal of Business Research*. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.11.023>

Bae, J., & Joo, J. H. (2021). CEO turnover, leadership vacuum, and stock market reactions. *Applied Economics*, 53(58), 6752–6769. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1927969>

Cao, L., von Ehrenheim, V., Berghult, A., Henje, C., Stahl, R. A., Wandborg, J., Stan, S., Catovic, A., Ferm, E., & Ingelhart, H. (2023). *A scalable and adaptive system to infer the industry sectors of companies: Prompt + model tuning of generative language models*. arXiv. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2306.03313>

# Annexes

Variable	Rapport de cotes (odd ratios)	Erreur standard (SE)	Statistique z	Valeur p	IC95% - Borne inférieure	IC95% - Borne supérieure	Niveau de significativité
(Intercept)	1.513	0.945	0.438	0.661	0.237	12.048	
<b>Variables financières et structurelles</b>							
Âge de la cible	1.002	0.004	0.643	0.521	0.995	1.009	
<b>Variables temporelles</b>							
Année du deal : 2016	1.347	0.235	1.258	0.208	0.847	2.145	
Année du deal : 2017	0.778	0.250	-1.005	0.315	0.474	1.267	
Année du deal : 2018	1.122	0.234	0.492	0.623	0.708	1.780	
Année du deal : 2019	0.716	0.264	-1.265	0.206	0.423	1.195	
Année du deal : 2020	1.120	0.280	0.405	0.686	0.639	1.923	
Année du deal : 2021	0.760	0.259	-1.056	0.291	0.454	1.259	
Année du deal : 2022	0.786	0.265	-0.909	0.364	0.463	1.314	
Année du deal : 2023	0.579	0.290	-1.884	0.060	0.322	1.010	*
Année du deal : 2024	0.868	0.275	-0.516	0.606	0.501	1.477	
Année du deal : 2025	NA	NA	0.011	0.991	0.000	NA	
<b>Variables sectorielles</b>							
Agriculture, sylviculture & pêche	0.076	1.190	-2.164	0.030	0.006	0.715	**
Commerce	0.070	0.949	-2.802	0.005	0.009	0.451	***
Construction & immobilier	0.097	0.952	-2.456	0.014	0.012	0.625	**
Education	0.054	1.061	-2.749	0.006	0.006	0.419	***
Energie & ressources	0.046	1.033	-2.982	0.003	0.005	0.340	***
Finance & assurance	0.213	0.946	-1.632	0.103	0.027	1.368	
Hôtellerie, restauration & loisirs	0.194	0.964	-1.703	0.089	0.024	1.281	*
Industrie manufacturière	0.106	0.931	-2.412	0.016	0.014	0.660	**
Information, communication & médias	0.059	0.936	-3.022	0.003	0.008	0.372	***
Organisations et associations	0.000	836.196	-0.019	0.985	NA	NA	
Santé & action sociale	0.169	0.997	-1.784	0.074	0.019	1.182	*
Services personnels et réparation	0.000	387.392	-0.041	0.967	0.000	0.000	
Services professionnels & soutien aux entreprises	0.088	0.937	-2.594	0.009	0.011	0.554	***
Transport & logistique	0.075	0.976	-2.659	0.008	0.009	0.504	***

**Tableau A.1 - Résultats du modèle logistique binaire réduit n°1 : déterminants de la probabilité d'acquisition par un fonds de PE**

Variable	Rapport de cotes (odd ratios)	Erreur standard (SE)	Statistique z	Valeur p	IC95% - Borne inférieure	IC95% - Borne supérieure	Niveau de significativité
(Intercept)	0.677	1.061	-0.368	0.713	0.085	6.429	
<b>Variables financières et structurelles</b>							
Log revenu opérationnel (N-1)	0.968	0.052	-0.625	0.532	0.875	1.074	
Log total actifs (N-1)	1.218	0.050	3.972	0.000	1.104	1.342	***
Marge EBITDA (N-1 - %)	1.008	0.003	2.630	0.009	1.002	1.014	***
Part du capital acquis (%)	0.988	0.002	-5.281	0.000	0.984	0.993	***
<b>Variables sectorielles</b>							
Agriculture, sylviculture & pêche	0.091	1.223	-1.964	0.050	0.006	0.907	**
Commerce	0.084	0.978	-2.529	0.011	0.010	0.572	**
Construction & immobilier	0.082	0.984	-2.541	0.011	0.010	0.562	**
Education	0.061	1.088	-2.568	0.010	0.006	0.498	**
Energie & ressources	0.029	1.068	-3.315	0.001	0.003	0.229	***
Finance & assurance	0.194	0.976	-1.681	0.093	0.023	1.310	*
Hôtellerie, restauration & loisirs	0.221	0.994	-1.517	0.129	0.026	1.546	
Industrie manufacturière	0.113	0.960	-2.270	0.023	0.014	0.743	**
Information, communication & médias	0.061	0.965	-2.899	0.004	0.007	0.404	***
Organisations et associations	0.000	825.473	-0.019	0.985	NA	NA	
Santé & action sociale	0.180	1.027	-1.668	0.095	0.020	1.335	*
Services personnels et réparation	0.000	380.988	-0.041	0.967	0.000	0.000	
Services professionnels & soutien aux entreprises	0.103	0.966	-2.350	0.019	0.013	0.685	**
Transport & logistique	0.085	1.008	-2.445	0.014	0.010	0.608	**

**Tableau A.2 - Résultats du modèle logistique binaire réduit n°2 : déterminants de la probabilité d'acquisition par un fonds de PE**

**Script R utilisé pour la réalisation de ce mémoire :**

## 1. Script du modèle principal

```
> library(readxl)
> library(dplyr)
> library(tidyr)
> library(car)
> library(pscl)
> library(pROC)
> library(stargazer)
> library(modelsummary)
> data <- read_excel("~/Desktop/Base-finale-mémoire.xlsx", sheet = "Results")

> names(data)
```

```

> # Variables numériques
> vars_num <- c("Target_Age",
+             "Log_operating_revenue_deal_minus1",
+             "Log_ttal_assets_deal_minus1",
+             "Ebitda_margin_deal_minus1",
+             "Acquired_stake")
>
> for (v in vars_num) {
+   data[[v]] <- as.numeric(data[[v]])
+ }

> # Variable dépendante
> data$type_acquiror <- as.factor(data$type_acquiror)
>
> # Variables qualitatives
> data$Deal_Year <- as.factor(data$Deal_Year)
> data$Sectorization <- as.factor(data$Sectorization)
>
> # Variables à garder pour la régression
> vars_utiles <- c("type_acquiror",
+             "Target_Age",
+             "Log_operating_revenue_deal_minus1",
+             "Log_ttal_assets_deal_minus1",
+             "Ebitda_margin_deal_minus1",
+             "Acquired_stake",
+             "Deal_Year",
+             "Sectorization")
>
> # Supprimer les lignes avec NA dans les variables utiles
> data <- data[complete.cases(data[, vars_utiles]), ]
>
> # Vérifier
> summary(data[, vars_num])

> modele_complet <- glm(
+   type_acquiror ~ Target_Age +
+   Sectorization +
+   Log_operating_revenue_deal_minus1 +
+   Log_ttal_assets_deal_minus1 +

```

```

+     Ebitda_margin_deal_minus1 +
+     Deal_Year +
+     Acquired_stake,
+   data = data,
+   family = binomial
+ )
>
> # Voir les résultats
> summary(modele_complet)

> write.csv(data, "~/Desktop/base_finale_logit.csv", row.names = FALSE)
> library(modelsummary)
>
> modelsummary(
+   list("Modèle logit binaire" = modele_complet),
+   output = "~/Desktop/resultats_modele.docx"
+ )

> library(broom)
>
> # Résultats avec Odds Ratios
> resultats <- tidy(modele_complet, conf.int = TRUE, exponentiate = TRUE)

> # Export en CSV lisible avec Excel
> write.csv(resultats, "~/Desktop/resultats_modele_odds_ratios.csv", row.names = FALSE)
> # Charger le package nécessaire
> library(e1071)

> library(e1071)
>
> vars_skew <- c("Target_Age",
+               "Log_operating_revenue_deal_minus1",
+               "Log_ttal_assets_deal_minus1",
+               "Ebitda_margin_deal_minus1",
+               "Acquired_stake")
>
> for (v in vars_skew) {
+   cat(v, ": ", skewness(data[[v]], na.rm = TRUE), "\n")
+ }

```

## 2. Script des modèles réduits

```
> modele_reduit1 <- glm(type_acquiror ~ Target_Age + Sectorization + Deal_Year,
+                        data = data, family = binomial)
>
> summary(modele_reduit1)

> modele_reduit2 <- glm(type_acquiror ~ Log_operating_revenue_deal_minus1 +
+                        Log_ttal_assets_deal_minus1 +
+                        Ebitda_margin_deal_minus1 +
+                        Acquired_stake + Sectorization,
+                        data = data, family = binomial)
>
> summary(modele_reduit2)

> library(broom)
>
> # Export modèle réduit 1
> resultats_reduit1 <- tidy(modele_reduit1, conf.int = TRUE, exponentiate = TRUE)
> write.csv(resultats_reduit1, "~/Desktop/resultats_modele_reduit1_odds_ratios.csv",
row.names = FALSE)
>
> # Export modèle réduit 2
> resultats_reduit2 <- tidy(modele_reduit2, conf.int = TRUE, exponentiate = TRUE)
> write.csv(resultats_reduit2, "~/Desktop/resultats_modele_reduit2_odds_ratios.csv",
row.names = FALSE)
```

## 3. Script du modèle temporel

```
> data_recent <- subset(data, Deal_Year %in%
c("2018","2019","2020","2021","2022","2023"))
>
> modele_recent <- glm(type_acquiror ~ Target_Age +
+                        Log_operating_revenue_deal_minus1 +
+                        Log_ttal_assets_deal_minus1 +
+                        Ebitda_margin_deal_minus1 +
+                        Acquired_stake +
+                        Sectorization,
```

```

+           data = data_recent, family = binomial)
>
> summary(modele_recent)

> library(broom)
>
> # Export avec odds ratios (exponentiate = TRUE)
> resultats_recent <- tidy(
+   modele_recent,
+   conf.int = TRUE,
+   exponentiate = TRUE
+ )

> # Sauvegarde en CSV
> write.csv(
+   resultats_recent,
+   "~/Desktop/resultats_modele_recent_odds_ratios.csv",
+   row.names = FALSE
+ )

```