

L'AUDIT DES RISQUES DANS LES OPERATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS : LE CAS AEROSPATIALE-MATRA

Christine Pochet¹

Résumé

La vague actuelle de fusions-acquisitions induit un développement sans précédent des missions d'audit d'acquisition. L'objet de ce travail est de procéder à l'exploration de cette forme particulière d'audit en s'appuyant tout à la fois sur un cadre conceptuel et sur l'étude d'un cas concret: celui de la fusion Aérospatiale-Matra.

Mots clés. – Fusions-acquisitions – Pouvoir de négociation – Risques d'agence – Audit d'acquisition – Expertise indépendante – Méthodes d'évaluation.

Abstract

The present wave of mergers and acquisitions involves an unprecedented development of acquisition reviews. The paper aims to inquire into that particular type of business review. It is based on a conceptual framework and a clinical study: the Aérospatiale-Matra merger.

Keywords. – Mergers and acquisitions – Bargaining power – Agency risks – Acquisition review – Independent expertise – Valuation methods.

¹ Maître de conférences, ESUG, Université Toulouse1
2, rue Albert Lautman, 31000 Toulouse
Tél. : 05 61 63 37 05 – Fax. : 05 61 23 84 33 – e-mail : christine.pochet@univ-tlse1.fr

L'accélération récente de la vague de fusions-acquisitions amorcée depuis l'année 1998 a suscité un développement sans précédent des missions d'audit d'acquisition menées dans le cadre de procédures de *due diligence*¹. Celles-ci constituent pour les grands cabinets un secteur en pleine expansion. En effet, les problèmes d'évaluation occupent souvent le cœur des négociations lors des rapprochements d'entreprises. Ils alimentent également une large part du débat sur l'opportunité économique de telles opérations pour les acquéreurs. Le taux d'échec élevé qu'elles connaissent est ainsi fréquemment attribué à la surévaluation par les partenaires des effets de synergie attendus de leur rapprochement (Pène, 1990). Ils sont enfin à l'origine d'un contentieux de plus en plus fréquent entre actionnaires minoritaires et société-mère lors d'opérations de renforcement du contrôle ou de fermeture du capital d'une participation majoritaire par un groupe.

Qui dit audit d'acquisition dit accord entre les parties pour dévoiler l'une à l'autre de l'information privée susceptible de servir de base à une évaluation. L'audit d'acquisition ne se conçoit donc que dans le cadre d'une opération amicale. Au plan de la méthodologie, il s'apparente à un audit opérationnel orienté vers la détection des risques et dont le champ couvre la totalité des fonctions de l'entreprise. Il a pour objectif principal de procéder à un diagnostic général et à une valorisation argumentée de l'entité auditée. Il s'agit là d'une mission à caractère contractuel. Dans le domaine de l'audit légal, les commissaires à la fusion, agissant en tant qu'experts indépendants, ont pour mission de vérifier ex post « que les valeurs attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et que le rapport d'échange est équitable » (art. L.377 de la loi du 5 janvier 1988 instituant cette fonction).

L'audit, en tant qu'objet de recherche, a été abordé de deux manières: sous l'angle de la méthodologie (approche normative) d'une part, sous l'angle de la théorie positive de l'autre (Casta et Mikol, 1999). Suivant quelque dimension que ce soit, la littérature sur l'audit d'acquisition est pauvre sinon inexistante. En matière de méthodologie de l'audit opérationnel, Bécour et Bouquin (1996) ont noté que le cadre conceptuel était faible sinon inexistant. La même remarque peut être faite à propos de l'audit d'acquisition.

L'étude de la relation auditeur-audité, a pour sa part été le plus souvent centrée sur l'audit légal et menée dans le cadre théorique du modèle de l'agence. Or, cette relation revêt dans le contexte d'un audit d'acquisition deux spécificités majeures (non-confusion du client et de l'audité, caractère symétrique) qui vont nécessiter un aménagement du cadre théorique.

L'objet de ce travail est de procéder à l'étude de l'audit d'acquisition (légal et contractuel) en le resituant dans le contexte général de la négociation entre partenaires d'un projet de rapprochement. La mission d'évaluation accomplie par les auditeurs occupe une place centrale dans la recherche. Compte tenu du caractère non-récurrent des missions d'audit d'acquisition et de la dimension exploratoire de ce travail, la méthode de l'étude clinique a semblé ici la plus pertinente. Le choix d'Aérospatiale-Matra, parmi les nombreuses opérations récentes de fusions-acquisitions, trouve sa justification dans l'importance prise par le débat sur les valorisations et la place tenue par l'analyse des risques dans ce débat aussi bien dans le cadre des négociations entre les partenaires que sur la scène publique.

La démarche est la suivante: la première partie retrace brièvement les principales étapes de la fusion Aérospatiale-Matra; l'élaboration d'un cadre conceptuel permet ensuite de formuler

¹ Ce terme anglo-saxon sans équivalent exact en français désigne la procédure par laquelle les entreprises parties prenantes d'un projet de fusion mettent à la disposition l'une de l'autre les informations nécessaires à leur évaluation respective en vue de négocier la parité. Lors d'une acquisition, le vendeur seul organise une *due diligence* pour chacun des acquéreurs potentiels.

des hypothèses sur l'incidence du rapport de forces dans la détermination du prix, le rôle économique de l'audit d'acquisition et l'impact des méthodes d'évaluation; enfin, l'étude de cas est conçue non comme un test de validité mais comme un moyen d'illustrer la manière dont les hypothèses peuvent être utilisées concrètement.

1. Le déroulement de la fusion Aérospatiale-Matra

Le rapprochement des sociétés Aérospatiale et MHT s'inscrit dans la perspective du regroupement des entreprises d'aéronautique et de défense européennes, annoncé par la déclaration des chefs d'Etat et de Gouvernement du 9 décembre 1997. Pourtant, l'annonce de ce rapprochement à l'été 98 provoque une vive surprise. En effet, Aérospatiale se trouve déjà engagée dans un processus de négociation avec ses partenaires européens visant à transformer la structure d'Airbus de celle d'un GIE en une société privée dite SCE (*single corporate entity*). Pour le gouvernement, ce mariage franco-français est une étape nationale sur la voie de la consolidation européenne.

L'Etat comme le groupe Lagardère (désormais Lagardère) ayant la volonté d'aboutir rapidement à un accord, les opérations de *due diligence* débutent dès la fin de l'été. Les *business plans* (ou documents financiers prévisionnels) sont échangés fin septembre et l'ouverture des *data rooms*¹ intervient dès le début du mois d'octobre. L'examen des documents durera un mois environ.

Démarre alors l'ultime phase de négociation. Elle porte sur quatre éléments : la valorisation relative des deux sociétés, la désignation des futurs dirigeants de la nouvelle entité, le pacte régissant les relations entre ses deux principaux actionnaires et l'accord industriel organisant les transferts de partenariats. Si les deux derniers points sont acquis assez rapidement, la question des valorisations et celle du choix des dirigeants vont prolonger la négociation de plusieurs semaines.

En ce qui concerne la répartition du pouvoir de direction et de contrôle, l'accord s'est fait sur une structure duale plutôt qu'à conseil d'administration. La présidence du conseil de surveillance revient à Jean-Luc Lagardère tandis que Yves Michot et Philippe Camus, respectivement dirigeants d'Aérospatiale et de MHT cohabiteront au sein du directoire, le premier comme président et le second comme directeur général.

Le problème qui va opposer Lagardère au gouvernement est celui des valorisations. L'accord de principe conclu en juillet 98 prévoyait en effet que le groupe obtiendrait une part du capital du nouvel ensemble se situant entre 30 et 33% en échange de l'apport de MHT. Or, après des mois de négociations, l'écart subsistant entre les évaluations des banques conseils des deux parties reste considérable. Selon les Echos (15/16 janvier 1999), « la fourchette s'établirait à quelque 10 points, les conseils d'Aérospatiale et du Trésor conférant à Lagardère 20 % du futur ensemble fusionné quand ceux de Lagardère lui donnent 30 % ». Dans l'hypothèse où la fourchette basse serait retenue, Lagardère devrait payer une soulte de l'ordre de 5 milliards de francs pour atteindre son objectif de contrôle du tiers du nouvel ensemble. Un mois plus tard, un communiqué de presse émanant des ministères de tutelle d'Aérospatiale indique que Lagardère obtient 33% du capital d'Aérospatiale-Matra en échange de l'apport de

¹ Ce terme désigne le lieu géographique où sont rassemblées les données mises à la disposition d'un acquéreur potentiel par une firme lors d'une *due diligence*.

MHT et du versement d'une soulte de 850 MF. L'évolution du cours de bourse du futur titre Aérospatiale-Matra est en outre garantie, Lagardère s'engageant à verser à l'Etat une somme complémentaire pouvant atteindre 1,15 milliard de francs dans le cas où la progression sur deux ans du titre serait inférieure de 8 % à l'évolution du CAC 40 sur la même période.

sur la même période.

Diverses réactions vont suivre la publication de ce communiqué. Le montant de la soulte payée par Lagardère est jugé raisonnable par les marchés financiers, la majorité des analystes considérant que l'opération est équilibrée. Les syndicats sont, pour leur part, très critiques : la CGT parle de « bradage industriel » et la CFDT dénonce « une manipulation financière ». Toutefois, les salariés d'Aérospatiale semblent plutôt favorables au rapprochement avec MHT. Le 26 mars, la Commission des participations et transferts (CPT), chargée de veiller au respect des intérêts patrimoniaux de l'Etat, rendra un avis favorable

2. Fusions-acquisitions: des opérations risquées

La question de recherche, à laquelle cette partie se propose d'apporter un éclairage de nature conceptuelle, porte sur le rôle de l'audit d'acquisition (audit contractuel et audit légal) dans la négociation du prix lors d'un projet de regroupement. A cette fin, l'audit d'acquisition est tout d'abord resitué dans le contexte général de la négociation entre parties prenantes d'un projet de regroupement d'entreprises (2.1.). Cette approche est complétée par l'analyse du risque engendré pour les acquéreurs par les opérations de fusions-acquisitions, désormais désigné sous le nom de risque d'acquisition (2.2.). Les deux sous-sections suivantes dégagent les implications de ce cadre conceptuel sur l'analyse du rôle économique de l'audit d'acquisition d'une part (2.3) et sur la méthodologie d'autre part (2.4).

2.1. Un cadre théorique pour l'étude de l'audit d'acquisition

Le modèle d'agence dyadique développé par Charreaux (1999) est tout d'abord mobilisé afin de tracer le cadre de la relation globale qui s'établit entre partenaires d'un projet amiable de fusion-acquisition. Les apports de la théorie économique de l'expertise pour l'étude de l'audit d'acquisition sont ensuite examinés.

2.1.1. Le modèle d'agence dyadique appliqué aux fusions-acquisitions

Le modèle d'agence dyadique a été développé par Charreaux à partir d'une relecture de l'article fondateur de la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976). Dans cette nouvelle approche, la « relation de coopération » qui s'établit entre deux parties ayant décidé de collaborer à un projet commun se substitue, en tant qu'objet d'analyse, à la relation d'agence classique. Deux conséquences découlent de cette conception élargie de la théorie de l'agence qui la rendent particulièrement appropriée à la modélisation des fusions-acquisitions.

Tout d'abord, la conception asymétrique qui caractérise le modèle principal-agent est abandonnée. La relation d'agence traditionnelle est éclatée en une double relation dans laquelle chacun des acteurs souscrit des obligations vis-à-vis de l'autre en vue de la réalisation d'un projet commun. Dans le cas des fusions-acquisitions, la relation d'agence symétrique qui s'établit lie les dirigeants des entreprises concernées par le projet, chacun d'eux étant réputé agir dans l'intérêt des actionnaires qu'il représente. Cette condition n'étant pas toujours

remplie, le risque auquel se trouvent exposés les actionnaires en cas d'opportunisme de leurs mandataires sera examiné plus loin. La tâche commune impliquant la collaboration des partenaires varie selon qu'il s'agit d'une fusion ou d'une simple acquisition. Dans le premier cas, chacun des partenaires travaille avec l'autre à faire aboutir le projet puis s'engage à collaborer à la gestion du nouvel ensemble en vue de maximiser la rente globale qui en sera issue. Dans une opération d'acquisition, la relation de coopération qui s'établit entre les parties est par nature destinée à cesser avec la conclusion de l'opération¹.

Quelle que soit la durée de la collaboration qui va s'instaurer entre les partenaires une fois l'opération de regroupement achevée, toutes les fusions-acquisitions à caractère amical ont ainsi en commun de reposer sur la coopération des parties lors de la phase de négociation du projet, spécialement pour mener à bien le processus d'évaluation des partenaires. Par ailleurs, le contexte dans lequel se déroule ce processus est bien celui de l'agence: asymétrie d'information des partenaires l'un vis-à-vis de l'autre et divergence de leurs intérêts, chacun cherchant à s'approprier la plus large part de la rente générée par le regroupement d'entités complémentaires.

Le concept de relation de coopération permet aussi d'intégrer les phénomènes de pouvoir, ce qui est fondamental pour notre objet d'étude. Surtout, la symétrie de la relation n'implique pas nécessairement l'équilibre en termes de pouvoir de négociation. L'explication la plus cohérente avec la théorie de l'agence d'un différentiel de pouvoir dans la négociation d'un projet de fusion-acquisition tient évidemment aux asymétries d'information, envisagées ici de manière réciproque. Prenons l'exemple d'un projet de fusion: il requiert l'évaluation des deux partenaires A et B. A possède bien entendu davantage d'information sur lui-même que B et réciproquement. Cependant, si A possède sur B davantage d'information que B sur A, il bénéficie d'un différentiel de pouvoir favorable qui lui permettra par exemple de tirer parti de la connaissance qu'il a des faiblesses de son partenaire pour minorer l'évaluation de ce dernier.

Mais l'information privée n'est pas l'unique source de pouvoir. Le recours à la théorie « de la dépendance envers les ressources » (Pfeffer, 1981) permet de généraliser le raisonnement précédent. Dans cette perspective, en effet, le pouvoir dépend du contrôle exercé sur l'accès aux ressources difficilement remplaçables. Dans ce cas, le différentiel de pouvoir détenu par A sur B tient au fait que B dépend davantage des ressources que détient A pour réaliser son projet que A de celles de B. Il est aisé, là encore, de transposer ce raisonnement à la négociation d'un projet de regroupement entre firmes. La différence de poids économique, la menace d'une opération hostile sur l'une des parties ou encore le caractère asymétrique de la complémentarité des actifs de A et B au plan stratégique constituent quelques exemples de sources de déséquilibre dans le pouvoir de négociation des partenaires.

Conformément au principe d'efficacité qui gouverne la théorie de l'agence, les acteurs de la relation de coopération vont chercher à réduire les coûts qui pourraient résulter de ce différentiel de pouvoir et ainsi rapprocher les intérêts des partenaires. Dans le cas des fusions, on doit s'attendre à ce que la négociation de la parité tout comme la rédaction du traité de fusion reflètent un tel comportement (**hypothèse 1**). En amont de la négociation, l'un des

¹ Il existe un cas intermédiaire, dans lequel la collaboration entre partenaires d'un projet d'acquisition se prolonge au-delà de la transaction pendant une période transitoire et porte sur la gestion commune de la firme cédée. C'est le cas de la majeure partie des cessions comportant une convention de *earn out*.

moyens de traiter d'éventuels différentiels d'information de chacun des partenaires sur l'autre, peut être de recourir à un expert dans le cadre d'une *due diligence*.

2.1.2. Les apports de la théorie de l'expertise

La théorie économique de l'expertise constitue un des développements récents de la théorie économique de l'assurance. Elle a été élaborée pour fournir des réponses aux problèmes posés par l'intervention d'un expert dans la relation entre assureur et assuré, la mission de l'expert consistant à évaluer l'ampleur des dommages subis par l'assuré en vue de son indemnisation (Fagart et Picard 1998).

L'examen par la théorie de la situation de l'expert est mené en considérant d'une part la relation qui le lie à l'assureur c'est-à-dire au donneur d'ordre et d'autre part celle qui le confronte à l'assuré c'est-à-dire à l'audité.

La relation assureur-expert expose le donneur d'ordre au problème classique d'aléa moral lié à l'impossibilité pour celui-ci d'observer l'activité de l'expert et donc le soin avec lequel il remplit sa mission. Qui plus est, une partie sinon l'essentiel de l'information acquise par l'expert n'est pas communicable à l'assureur (sauf à coût prohibitif) : ce dernier doit donc s'en remettre à l'avis de l'expert quant à l'évaluation du sinistre sans pouvoir disposer d'une justification précise de cet avis.

La relation assuré-expert peut être source de deux difficultés principales pour l'assureur. Tout d'abord, l'assuré peut compliquer la tâche de l'expert en lui communiquant des informations inexactes au sujet du sinistre dans le but d'augmenter les indemnités qu'il percevra (falsification des dommages). Pour prévenir ce risque, le soin apporté par l'expert à sa mission est évidemment crucial. Par ailleurs, il existe un risque de collusion entre assuré et expert. En effet, comme le montrent les travaux de Tirole (1986) consacrés au modèle principal-superviseur-agent, lorsque le superviseur (ici l'expert) détient une information susceptible de nuire aux intérêts de l'agent (ici l'assuré) et dont ne dispose pas le principal (l'assureur), une collusion entre le superviseur et l'agent est susceptible d'apparaître. La théorie de l'expertise soulève à cet égard la question de l'indépendance de l'expert vis-à-vis de l'assuré comme de l'assureur (pour prévenir toute entente qui conduirait à sous-évaluer systématiquement les dommages). Dans les deux cas, l'indépendance de l'expert apparaît comme un facteur d'efficacité de la procédure d'expertise.

Le parallèle entre la situation de l'expert en assurance et celle de l'auditeur dans une opération de fusion-acquisition peut être facilement établi. Tous deux remplissent une fonction de médiation entre deux acteurs collaborant dans un contexte d'asymétrie d'information. Leur mission est de fiabiliser l'information fournie par l'un des cocontractants à l'autre et l'évaluation qui en découle. Pour y parvenir, ils s'appuient sur un examen direct de la situation du partenaire concerné (le cédant, l'assuré) et sur le capital de connaissances et de savoir-faire qu'ils ont accumulé dans un domaine particulier. En matière de fusions, l'intervention d'experts dans le cadre d'une procédure de *due diligence* est de nature à faciliter les négociations lorsqu'il existe un déséquilibre dans le degré de connaissance qu'ont les partenaires l'un de l'autre (**hypothèse 2**).

Le cadre théorique qui vient d'être tracé, possède une incidence évidente sur l'approche du risque d'acquisition .

2.2. Le risque d'acquisition

Le risque d'acquisition peut être défini comme le risque auquel sont exposés les actionnaires de la firme acheteuse de voir la valeur des titres qu'ils détiennent baisser lors d'une opération de rapprochement avec une autre entreprise¹.

Toute fusion-acquisition amiable met en jeu une relation de coopération entre dirigeants-partenaires potentiels, médiatisée par leurs auditeurs. Elle expose les actionnaires-acquéreurs, par l'intermédiaire de leurs dirigeants aux risques d'agence classiques ou plutôt, en l'espèce, aux risques de « coopération » que font naître l'asymétrie d'information, la rationalité limitée et l'incertitude. Mais le risque, pour les actionnaires, ne s'arrête pas là. Leur intérêt et celui des dirigeants peuvent diverger radicalement lors d'une opération d'acquisition. Les actionnaires sont alors exposés au risque d'opportunisme des dirigeants.

Considérons tout d'abord le cas où les dirigeants agissent loyalement à l'égard des actionnaires. Dans cette hypothèse, le risque qu'encourent ces derniers, se limite au risque de coopération entre dirigeants. Il comporte tout d'abord une dimension pré-contractuelle, c'est le risque de sélection adverse. Ce risque traduit la possibilité pour l'acquéreur de commettre une erreur dans l'appréciation des caractéristiques de la firme cible et par conséquent dans l'évaluation de cette dernière ainsi que des effets de synergie qu'elle peut générer. La sélection adverse ne résulte pas nécessairement de la volonté du vendeur de dissimuler ou de minorer les points faibles de son organisation. Elle peut découler simplement de difficultés matérielles d'accès à l'information (problèmes de confidentialité) ou d'une rationalité limitée par les capacités cognitives de l'acquéreur. Toute opération d'acquisition peut en effet s'analyser d'un point de vue financier comme un investissement dont la rentabilité future est incertaine. Son appréciation dépendra à la fois du niveau d'information de l'acheteur et de sa compétence en matière d'évaluation de la cible. Dans ces conditions, tout dispositif de nature à prévenir le risque de sélection adverse devrait être adopté par les partenaires.

Le risque de coopération peut également comporter une seconde dimension, post-contractuelle. Il s'agit de l'aléa moral sur le comportement des dirigeants de la firme acquise lorsqu'ils sont maintenus dans leur poste. Les cessions assorties d'une convention *d'earn out* en fournissent de fréquents exemples. Dans ce cas, le fait de lier une partie de la rémunération du vendeur aux résultats futurs de la firme constitue à la fois une incitation pour le cédant à favoriser la transition et un dispositif de prévention du risque de surévaluation de l'entreprise.

Considérons maintenant le cas de dirigeants opportunistes tel que l'envisage la théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny, 1989). Les arguments de la fonction d'utilité du dirigeant sont la sécurité de l'emploi, la rémunération et la latitude décisionnelle à l'égard des actionnaires. Un des leviers pour accroître son utilité consiste pour le dirigeant à effectuer des investissements qui lui sont spécifiques au sens où son remplacement entraînerait pour les actionnaires une perte de valeur de la firme. Dans cette perspective, la réalisation d'opérations de fusion-acquisition s'analyse comme une stratégie délibérée de « complexification » par les dirigeants de la structure de leur groupe. Ceci leur permet tout à la fois d'apparaître comme les seuls capables de les gérer et d'accroître leur latitude managériale en augmentant l'opacité du groupe pour les actionnaires. Dans leur formulation classique, les modèles d'enracinement considèrent l'opportunisme du dirigeant comme néfaste pour les actionnaires. Quoique ce point soit discuté (Charreaux, 1996), la poursuite d'opérations de mégafusions alors même

¹ Il existe également un risque pour les actionnaires de la firme vendeuse d'obtenir un prix inférieur à la valeur des titres cédés. Ce risque de cession n'est pas rigoureusement symétrique du risque d'acquisition dans la mesure où il ne comporte qu'une dimension pré-contractuelle.

que les résultats de nombreuses expériences passées se sont révélés décevants semble conforter l'hypothèse d'un enracinement nuisible aux intérêts des actionnaires (Parrat, 1999).

Les divers aspects du risque d'agence éclairent le rôle économique de l'audit d'acquisition et conduisent à formuler un certain nombre de remarques d'ordre méthodologique.

2.3. Le rôle économique de l'audit d'acquisition

L'audit d'acquisition est une procédure coûteuse. Si les entreprises y ont recours, c'est qu'elles en retirent un avantage économique. De même, si le législateur leur impose l'intervention d'un expert indépendant dans certaines circonstances (fusions, retraits obligatoires), c'est qu'il l'estime économiquement opportun. Le cadre théorique tracé précédemment permet d'identifier l'intérêt d'un audit d'acquisition, que l'initiative en revienne aux dirigeants ou au législateur. La première fonction qu'il remplit est de réduire le risque de sélection adverse de l'acquéreur. Ceci est facilité par la mise en place d'une procédure de *due diligence*. Dans un tel cadre, l'intervention de l'auditeur peut s'analyser comme une délégation d'expertise destinée à fiabiliser l'évaluation de la cible. Comme on l'a vu plus haut, cette intervention n'est toutefois pas exempte de risques pour l'acquéreur : aléa moral relatif à l'effort consenti par l'auditeur, risque de collusion avec l'audité¹.

Symétriquement, l'intervention d'un auditeur chez le vendeur dans le cadre de ce qu'il est convenu d'appeler une *vendor due diligence* est de plus en plus répandue dans les pays anglo-saxons (Breillot et Coroller, 1998). Elle permet de préparer la cession dans de meilleures conditions en identifiant à l'avance les points faibles du dossier. Le vendeur peut alors préparer un argumentaire, mettre en œuvre des actions correctrices ou encore réfléchir aux garanties qu'il pourrait offrir en contrepartie du risque encouru par l'acheteur.

Le rôle de l'audit d'acquisition est donc de produire une valeur de référence pour la discussion. Le prix qui sera finalement négocié dépend quant à lui des motivations de chacun des partenaires et du rapport de forces qui s'établira entre eux. L'intervention d'experts dans le cadre d'un audit d'acquisition apparaît économiquement justifiée en ce qu'elle réduit le risque d'erreur dans la détermination des valeurs de référence (absolues ou relatives) pour la négociation du prix ou de la parité (**hypothèse 3**).

L'audit d'acquisition joue également un deuxième rôle : il protège les actionnaires contre le risque d'opportunisme des dirigeants lorsqu'il est mis en œuvre par un expert indépendant tel que le commissaire à la fusion (Ledouble, 1997). Ce dernier a la responsabilité d'émettre une opinion sur la pertinence des méthodes d'évaluation employées et le caractère équitable de l'opération. La crédibilité de cette opinion est garantie à la fois par la compétence de l'expert et par le caractère d'indépendance que revêt sa mission. C'est ainsi qu'au titre des incompatibilités prévues par la loi, il ne peut être choisi parmi les commissaires aux comptes des sociétés participant à l'opération. Le commissaire à la fusion contribue donc tout d'abord à établir la confiance des actionnaires dans l'information publiée sur l'opération (Teller, 1998). On peut parler en l'espèce de fonction fiduciaire.

¹ Ce risque de collusion semble attesté par les professionnels eux-mêmes. Selon Rérolle (1996), "on observe encore trop souvent en France des rapports d'évaluation de complaisance. Cette pratique devrait disparaître à terme avec les mises en cause de plus en plus nombreuses des "experts" les moins délicats".

Le commissaire à la fusion remplit également, dans les limites fixées par l'article 377¹, une mission de contrôle des dirigeants. En protégeant (quoique partiellement) les actionnaires contre l'opportunisme des dirigeants, il constitue un dispositif de gouvernement d'entreprise susceptible de rééquilibrer le rapport de forces entre actionnaires, le plus souvent minoritaires², et dirigeants.

Si l'indépendance de l'expert constitue une des conditions de l'efficacité de son intervention, sa compétence est également essentielle. La dimension méthodologique doit donc être abordée car les conditions de mise en œuvre de l'évaluation influent sur la capacité de l'audit d'acquisition à remplir correctement ses différentes fonctions.

2.4. Modes d'évaluation et méthodologie de l'audit d'acquisition

L'absence de cadre conceptuel n'a pas empêché les praticiens de procéder à l'évaluation d'entreprises impliquées dans des opérations de regroupement ni le législateur et les institutions de surveillance du marché financier d'essayer de réglementer ces pratiques. Le commissariat à la fusion est quant à lui encadré par la norme n° 42 de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC). L'objet de cette section est de procéder à un examen critique des méthodes et prescriptions en vigueur au regard du cadre conceptuel. Pour la théorie financière, dans l'hypothèse de continuité de l'exploitation, il existe (en dehors de la référence à l'évaluation par le marché) une seule méthode pertinente d'évaluation, celle des flux nets de trésorerie actualisés (FNTA). C'est sur la base d'une évaluation de ce type que devrait se fonder la décision d'acquisition. Qu'observe-t-on en pratique ? Dans une étude portant sur un échantillon de 207 offres publiques, Thauvron (1998) relève un recours quasi-général à la référence aux cours passés ainsi qu'une utilisation très largement majoritaire des méthodes patrimoniales : actif net comptable (ANC) et actif net réévalué (ANR). La méthode des FNTA est quant à elle pratiquement absente des offres, sauf lorsqu'elles font l'objet d'un retrait obligatoire³, soit dans le seul cas où le législateur impose l'intervention d'un expert indépendant.

La référence aux cours passés est pleinement justifiée au plan théorique à condition que ces derniers soient significatifs (flottant suffisant) et qu'il n'existe pas d'informations non divulguées dont la diffusion aurait un impact sur le cours. Elle n'est bien sûr applicable qu'aux seules firmes cotées. Le recours aux méthodes patrimoniales apparaît quant à lui beaucoup plus contestable. Outre les défauts inhérents à une évaluation comptable des éléments de l'actif net, ces méthodes souffrent d'une faiblesse conceptuelle. Elles reposent en effet sur l'hypothèse implicite que l'entreprise conservera dans le futur (sur un horizon temporel infini) une rentabilité égale au coût des fonds propres, hypothèse qui mériterait pour le moins d'être justifiée.

En fait, comme le remarque Rérolle, « le choix des méthodes est souvent dicté par les contraintes matérielles auxquelles l'analyste se heurte dans son travail, que ce soit des

¹ La norme de travail relative au commissariat à la fusion précise ainsi que: "le commissaire à la fusion n'a pas à se prononcer sur l'opportunité économique de l'opération ou sur les stratégies de groupe qui sous-tendent l'opération".

² Environ 80% des fusions intervenues en France sur la période 1992-1995 résultent de l'initiative d'un actionnaire majoritaire détenant le contrôle effectif de la cible.

³ La procédure de retrait obligatoire permet l'exclusion des minoritaires par le transfert de leurs titres aux majoritaires à l'issue d'une offre publique de retrait. Les minoritaires représentent alors moins de 5% du capital.

contraintes de délai ou des contraintes informationnelles ». C'est sans doute une des raisons pour lesquelles la méthode d'actualisation des flux est encore peu pratiquée. Sa mise en œuvre nécessite en effet la connaissance des *business plans*. Or l'information n'est pas toujours disponible dans l'entreprise même et lorsqu'elle l'est, elle peut être considérée comme trop confidentielle pour être communiquée à un acquéreur potentiel. Par ailleurs, la mise en œuvre de cette méthode est très délicate et le résultat nécessairement entaché d'une part de subjectivité (Degos 1995). On doit donc s'attendre à ce que les évaluations d'une même firme effectuées en recourant à la méthode des FNTA varient considérablement d'un expert à l'autre (**hypothèse 4**).

La méthodologie de l'audit légal soulève elle aussi des difficultés. Si l'appréciation de la pertinence du choix d'une méthode dans un contexte particulier est une chose, l'examen de la validité de sa mise en œuvre en est une autre. A cet égard, le recours aux FNTA pose un problème particulier, celui de l'audit des prévisions. En effet, le texte de la norme n° 42 est très laconique puisqu'il reprend simplement les termes de l'article 377. Les commentaires qui l'accompagnent et préconisent certaines analyses (cohérence, robustesse des hypothèses, sensibilité des résultats à ces hypothèses) n'ont ni caractère impératif ni valeur de recommandation. La COB précise pour sa part: « les résultats prévisionnels des sociétés ne peuvent être pris en compte que si celles-ci disposent, quand l'activité est complexe, d'une comptabilité analytique d'exploitation et d'un système budgétaire suffisamment élaboré pour permettre de chiffrer avec une approximation acceptable les hypothèses des sociétés ». Si le respect de ces deux conditions accroît la présomption de fiabilité des projections, seul un examen minutieux de la pertinence des méthodes de calcul de coûts et de la fiabilité du dispositif prévisionnel permettrait d'apprécier la qualité de l'évaluation qui en découle. Un tel examen n'est pas effectué par les experts indépendants dont Thauvron indique que plusieurs de leurs rapports mentionnent explicitement ce point. Concernant les commissaires à la fusion, il n'existe pas aujourd'hui de norme de travail appropriée permettant de valider la mise en œuvre d'une évaluation par les flux prévisionnels. En l'état actuel de la réglementation, le recours à la méthode des FNTA est de nature à entraver l'exercice par le commissaire à la fusion de sa double fonction disciplinaire et fiduciaire¹ (**hypothèse 5**).

3. Le cas Aérospatiale-Matra

L'objet de cette partie est de confronter les hypothèses que le cadre théorique a permis de formuler aux résultats tirés de l'étude d'un cas de fusion récent, le cas Aérospatiale-Matra. Ces résultats proviennent de deux sources documentaires principales : une revue de la presse ayant couvert la phase finale des négociations (de la fin novembre 1998 à la mi-février 1999) ainsi que le document de référence visé par la COB, présentant aux investisseurs le groupe Aérospatiale-Matra préalablement à son introduction en Bourse.

Le cadre conceptuel a fourni les éléments du dictionnaire des thèmes utilisé pour analyser le contenu des données ainsi rassemblées. Les principales rubriques en sont les suivantes :

¹ Conscient de cette difficulté, le Président de la COB a mis en place un groupe de travail commun avec la CNCC en vue d'étudier les modalités possibles d'un examen des données prévisionnelles fondant les évaluations. Plus que les prévisions elles-mêmes, il s'agirait en fait d'auditer la procédure ayant permis de les établir afin de vérifier leur cohérence et leur pertinence, selon la démarche adoptée par les *underwriter* (établissements introducteurs) américains. Voir sur ce point Option Finance (14 juin 1999).

rapport de forces, risque d'acquisition, audit d'acquisition, expertise indépendante, méthodes d'évaluation.

Après l'incidence du rapport de forces sur les résultats de la négociation (3.1.), le rôle de l'audit d'acquisition (3.2.) et les difficultés d'ordre méthodologique (3.3.) seront successivement abordés.

3.1. L'incidence du rapport de forces

La naissance du groupe Aérospatiale-Matra est le résultat d'une triple opération simultanée de fusion¹, de privatisation et d'introduction en Bourse. La fusion obéit à une logique industrielle et la privatisation d'Aérospatiale répond à une revendication récurrente de ses partenaires européens d'Airbus. L'introduction en Bourse a pour objet d'assurer la liquidité des titres. L'initiative du rapprochement revient au gouvernement français. « On est venu nous chercher » rapporte une source proche du siège de Lagardère. Le groupe public est en effet dans une situation stratégique délicate : il manque de capitaux propres et l'Etat n'a pas les moyens de remédier à cette situation. L'industrie française de la défense et de l'aéronautique est ainsi conduite à la privatisation et à la consolidation nationale avant de pouvoir envisager des partenariats européens dans de bonnes conditions. Le nombre de partenaires potentiels est toutefois très faible et Lagardère possède un atout majeur aux yeux de l'Etat : sa capacité démontrée dans un passé récent à nouer des alliances avec les partenaires européens du secteur (GEC, BAe, DASA).

Politiquement, le premier ministre Lionel Jospin souhaite boucler au plus vite un dossier sur lequel les gouvernements successifs se sont depuis dix ans épuisés à gérer les querelles entre acteurs du secteur. L'accomplissement de cette fusion permettrait en effet d'achever le processus de restructuration franco-français entamé depuis trois ans avec succès dans la défense.

Le différentiel de pouvoir de négociation est donc clairement en faveur de Lagardère même si MHT a beaucoup à gagner à la fusion. Comme le déroulement de l'opération l'a montré, ce déséquilibre des forces compromet un temps le succès des négociations. Pourtant, un accord est finalement trouvé sur les deux points de cristallisation du conflit : la fixation du prix et les modes de gouvernance du nouvel ensemble. Conformément à l'**hypothèse 1**, le pragmatisme des acteurs a permis de surmonter les difficultés nées du déséquilibre de pouvoir entre eux afin de permettre la conclusion d'un accord favorable aux intérêts des deux parties. A cet égard, les solutions imaginées ne manquent pas d'originalité, tout particulièrement le mode de calcul de la soulte. Alors que l'ensemble des commentateurs anticipaient une relation positive entre le montant de la partie variable et la performance², c'est au contraire dans l'hypothèse d'une performance boursière relative insuffisante du nouvel ensemble que Lagardère devrait s'acquitter d'un versement complémentaire. Selon une source interne à Aérospatiale, « Cette formule est équitable. Elle représente une prime accordée à la bonne gestion attendue du nouvel actionnaire de référence ». Cette interprétation semble confirmée par une disposition de l'accord prévoyant qu'en cas de retrait de Lagardère avant deux ans, la soulte variable deviendrait immédiatement exigible.

¹ Sur le plan juridique, l'opération revêt le caractère d'un apport partiel d'actifs soumis par choix des partenaires au régime des scissions.

² "S'ils sont bons [les résultats], Lagardère reconnaîtra sa mauvaise évaluation d'Aérospatiale et versera les montants prévus à l'Etat" écrivent encore Les Echos du 15 février 1999.

On peut alors considérer que l'apport de MHT inclut un savoir-faire managérial précieux pour l'ancien groupe public, la soulte constituant une incitation à son transfert effectif au nouvel ensemble. La clause de stabilité vise quant à elle à protéger Aérospatiale du risque de recentrage de Lagardère sur le pôle communication-médias une fois la fusion achevée. L'ensemble du dispositif s'analyse en définitive comme un mécanisme de protection d'Aérospatiale contre le risque contractuel ex post (aléa moral).

Le partage du pouvoir au sein des instances de direction et de contrôle, décrit plus haut, témoigne de la volonté d'afficher une répartition équilibrée du pouvoir de direction entre les parties prenantes à la fusion même s'il ne fait guère de doutes pour les observateurs qu'« Aérospatiale-Matra va très clairement entrer dans le mode de fonctionnement de Lagardère » (Les Echos). Le pacte d'actionnaires confère à Matra le statut de partenaire stratégique privilégié et de premier actionnaire privé du groupe. Il vise également et peut-être surtout à préserver la stabilité de l'équilibre obtenu par la négociation. Ainsi, Lagardère est assuré de maintenir sa position dans le capital du nouveau groupe à hauteur de 33%, l'objectif d'Aérospatiale-Matra étant de conclure rapidement de nouveaux accords au niveau européen ou mondial. Les acteurs du projet de fusion démontrent ainsi leur capacité à élaborer des solutions, parfois innovantes, pour vaincre les obstacles d'une répartition inégale du pouvoir de négociation entre eux. Parmi ces solutions, l'audit d'acquisition mérite un examen particulier.

3.2. L'audit d'acquisition : une solution organisationnelle aux difficultés d'évaluation

Si le rapport de forces apparaît globalement favorable à Lagardère en raison du contexte politique et stratégique de l'opération, sur le plan de la connaissance du partenaire, Aérospatiale semble relativement bien placé. En effet, à l'exception des télécommunications (22 % du chiffre d'affaires de MHT en 1997), le groupe public est familier des métiers de MHT qu'il s'agisse de l'espace ou de la défense. La réciproque n'est pas vraie. L'aéronautique (avions et hélicoptères), principale activité d'Aérospatiale (soit 83 % du chiffre d'affaires consolidé du groupe pour 1998), est un secteur peu connu de Lagardère. Or, en l'absence de référence disponible à un cours boursier pour l'évaluation d'Aérospatiale et de MHT, la méthode des FNTA s'impose aux partenaires comme l'une des plus pertinentes. Dès lors, la qualité de l'évaluation dépend étroitement des possibilités d'accès à l'information et de la capacité des analystes à en apprécier la pertinence. L'organisation d'une *due diligence* permet de traiter les problèmes d'accès à l'information et de confidentialité. Pour l'ensemble de l'opération, seize *data rooms* ont été ouvertes : sept situées dans les entités de MHT et neuf au sein du groupe Aérospatiale. Tout au long du processus, chaque groupe a été épaulé par une banque conseil et un cabinet d'audit. Les risques d'échec d'un projet de fusion engendrés par un déséquilibre dans les asymétries d'information des partenaires l'un vis-à-vis de l'autre peuvent ainsi être atténués par le recours à un échange organisé d'informations entre partenaires potentiels et l'intervention d'experts, en accord avec l'**hypothèse 2**.

Les difficultés d'évaluation qui caractérisent le dossier Aérospatiale-Matra tiennent pour partie à la spécificité de chacune des deux entreprises en termes d'activité. Elles procèdent aussi des différences d'appréciation par les partenaires de certaines catégories de risques.

Tout d'abord, les deux groupes travaillent sur des cycles d'exploitation longs mais avec des intensités capitalistiques différentes. Les familles d'activité en cause se trouvent à des stades différents de leur cycle de vie. Enfin, l'hétérogénéité de la répartition entre activités civiles et de défense d'un groupe à l'autre induit des modes de financement différents pour les commandes mais aussi pour la recherche-développement. Dans ces conditions, le choix de méthodes d'évaluation communes aux deux groupes était nécessairement délicat.

Par ailleurs, la controverse sur les risques s'est focalisée sur deux points précis : le risque de change et l'efficacité des politiques de couverture d'une part, les risques liés aux engagements hors-bilan de l'autre.

Concernant le risque de change, la politique de couverture d'Aérospatiale a fait l'objet d'un examen attentif de la part de Lagardère. Celui-ci estimait le risque de change insuffisamment provisionné dans les comptes de 1998. Cette position a emporté l'accord de la CPT qui a validé une correction de deux milliards de francs de la valorisation du groupe public afin de tenir compte des risques de change.

Les engagements hors-bilan d'Aérospatiale ont, pour leur part, été jugés d'un niveau élevé (8 milliards de francs). Parmi ces engagements, certains correspondent à des garanties financières données par les GIE Airbus et ATR dans le cadre des contrats de ventes d'avions. Sur ce point, le document de référence destiné aux investisseurs indique : « certaines de ces garanties donnent lieu à constitution de provisions pour risque afin de couvrir les charges futures qu'elles pourraient engendrer. Ce n'est pas le cas des garanties de valeur résiduelle¹.

¹ *buy-back* ou prise en charge de la moins-value éventuelle en cas de revente des avions sur le marché de l'occasion.

Le risque correspondant n'est pas provisionné dans la mesure où Aérospatiale estime que les engagements pris sont globalement cohérents avec les données disponibles concernant les avions d'occasion ».

Ces deux exemples ainsi que les remarques précédentes illustrent la complexité des dossiers d'évaluation et l'enjeu pour les partenaires de l'intervention d'experts au cours d'une *due diligence* afin de réduire le risque de sélection adverse. Ce résultat est cohérent avec le contenu de l'**hypothèse 3**.

3.3. Modes d'évaluation et difficultés méthodologiques

Deux méthodes d'évaluation ont été retenues pour établir la parité : l'une fondée sur des comparaisons boursières, l'autre s'appuyant sur les prévisions de flux de trésorerie des deux groupes. Aucune des deux entités n'étant cotée, ce choix paraît pertinent dans la mesure où il retient deux critères dont la logique sous-jacente est proche de l'évaluation par le marché. Pourtant ces méthodes soulèvent, lors de leur mise en œuvre, des difficultés que les commissaires à la scission exposent dans leur rapport, conformément à leur mission : « l'approche comparative est, au cas particulier, délicate dans son utilisation en l'absence de groupes totalement comparables à Aérospatiale et à MHT et en raison des faibles résultats dégagés par le groupe Aérospatiale dans le passé ».

En ce qui concerne la méthode des FNTA, elle est, comme on l'a déjà signalé, très sensible au choix des hypothèses qui fondent les prévisions. Cette limite est, elle aussi, explicitement mentionnée par les commissaires à la scission, tout particulièrement en ce qui concerne les prévisions d'activité. L'aléa sur les volumes d'activité futurs n'est pas le seul à retenir l'attention des experts indépendants. Ceux-ci relèvent « l'existence d'incertitudes spécifiques, allant au-delà du caractère toujours aléatoire de toute prévision ». Sont ici visés les engagements hors-bilan. Dès lors, il n'est guère surprenant que les évaluations effectuées par les banques conseils des partenaires aient pu diverger dans les proportions mentionnées précédemment, comme le suggérait l'**hypothèse 4**.

Il est également clair que la position des commissaires à la scission, qui doivent se prononcer sur le caractère équitable du rapport d'échange est délicate. Elle l'est d'autant plus qu'au nombre des facteurs limitatifs de l'exercice, ceux-ci relèvent « un accès limité ou tardif à certaines informations significatives [...] pour des motifs de délai ou de confidentialité, également lié aux tensions inhérentes à des négociations de cette importance ».

Les conclusions du rapport, citées dans la note de référence, trahissent une certaine perplexité des commissaires : « Ces incertitudes peuvent affecter la parité retenue dans des proportions qu'il est difficile de chiffrer ». Toutefois, « la considération du caractère stratégique de l'opération pour l'industrie française de l'aéronautique et de la défense ainsi que les risques encourus par Lagardère [leur] paraît justifier la parité retenue ». La rédaction même de cette conclusion trahit le souci de répondre aux critiques formulées à l'égard de la parité lors de l'annonce officielle de l'accord à la mi-février¹. Sa force de conviction est cependant quelque peu entamée par la remarque précédente.

Le cas Aérospatiale-Matra permet donc d'illustrer l'**hypothèse 5** qui signale la difficulté pour l'expert indépendant d'exercer ses fonctions fiduciaire et de contrôle lorsqu'il est recouru à la méthode des FNTA.

¹ Le rapport des commissaires à la scission a été déposé le 27 mars 1999 auprès du Tribunal de Commerce de Paris.

Conclusion

L'objet principal de ce travail était d'élaborer un cadre conceptuel permettant d'éclairer le rôle de l'audit d'acquisition dans les opérations de regroupement d'entreprises. Ce cadre a d'abord permis de suggérer que les acteurs d'un projet de fusion-acquisition étaient en mesure de surmonter les obstacles nés d'un déséquilibre de pouvoir par l'adoption de solutions organisationnelles et contractuelles visant à réconcilier leurs intérêts. L'audit d'acquisition constitue l'une de ces solutions. Le rôle de réduction du risque de l'audit d'acquisition est ainsi apparu. En permettant au vendeur de signaler dans des conditions satisfaisantes de confidentialité la valeur de sa firme et en limitant pour l'acheteur le risque de sélection adverse, l'audit d'acquisition accroît les chances de succès de la négociation. L'audit légal exercé par des experts indépendants vise quant à lui à protéger les actionnaires des firmes concernées des velléités d'opportunisme de leurs dirigeants.

Le choix des méthodes d'évaluation par les partenaires a une incidence sur la capacité de l'audit à remplir ces différentes fonctions. Lorsque le résultat de l'évaluation est assorti d'une forte incertitude (cas de la méthode des FNTA), les valeurs de référence des partenaires pour la négociation ont de grandes chances d'être éloignées l'une de l'autre. Dans ces conditions, le rôle du rapport de forces dans la phase finale des discussions sera d'autant plus important. Pour la même raison, l'expert indépendant aura des difficultés à établir l'équité du rapport d'échange.

L'examen du cas Aérospatiale-Matra illustre ces différentes propositions. Toutefois les résultats obtenus ici ne sauraient prétendre à la généralisation. Le contexte actuel devrait cependant fournir matière à la constitution d'un portefeuille de cas plus étoffé permettant d'affiner les hypothèses déjà élaborées, la nature même de ces hypothèses appelant de toutes façons un traitement qualitatif des données.

Références bibliographiques

- Bécour J.C. et Mikol A. (1996) *Audit opérationnel*, 2^{ème} édition, Economica, Paris, p. 5.
- Breillot O. et Coroller J. (1998) "Vendor due diligence ou comment mieux préparer la cession d'une entreprise", *Echanges*, n° 144, mai, pp. 50-52.
- Casta J.F. et Mikol A. (1999) "Vingt ans d'audit : de la révision des comptes aux activités multiservices", *Comptabilité, Contrôle, Audit*, mai, pp. 107-121.
- Charreaux G. (1996) "Pour une théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises", *Revue française de gestion*, novembre-décembre, pp. 50-64.
- Charreaux G. (1999) "La théorie positive de l'agence : lectures et relectures..." dans *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^{ème} siècle*, coordonné par G. Koenig, Economica, Paris, p. 82.
- Degos J.G. (1995) *Commissariat aux apports- évaluations et fusions*, CNCC-Editions comptables Malesherbes, Paris, p. 68.
- Fagart M.C. et Picart P. (1998) "Analyse économique de l'expertise", *Risques*, n° 35, juillet-septembre, pp. 21-31.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976) "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, octobre, pp. 305-360.

- Ledouble D. (1997) "L'expertise financière indépendante, mission de protection des actionnaires", *Revue fiduciaire comptable*, n° 223, octobre, pp. 19-32.
- Parrat F. (1999) "Les échecs des opérations de fusions-acquisitions : l'autre explication", *Revue française de gestion*, mars-avril-mai, pp. 129-130.
- Pène D. (1990) *Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise*, t. 2, Economica, Paris.
- Pfeffer J. (1981) *Power in Organizations*, Pitman Publishing.
- Rérolle J.F. (1996) "Evaluation d'entreprise, principes et méthodes", *Revue fiduciaire comptable*, n° 223, novembre, pp. 37-72.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1989) "Management Entrenchment : the Case of Managers Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 123-139.
- Teller R. (1998) "Confiance et modèle comptable", *Economies et Sociétés*, série S.G., n° 8-9, pp. 263-276.
- Thauvron A. (1998) "Etude des modes d'évaluation lors des offres publiques", *Actes des XIV^{èmes} Journées Nationales des IAE*, t. 2, Nantes, mai, pp. 529-543.
- Tirole J. (1986) "Hierarchies and Bureaucracies : on the Role of Collusion in Organizations", *Journal of Law, Economics and Organizations*, automne, vol. 2, n° 2, pp. 181-214.